Zur Entstehung des Börsen-Gesetzes.

Inaugural-Dissertation

zur

Erlangung der Doktorwürde

vorgelegt

der

hohen staatswissenschaftl. Fakultät

der

Universität Tübingen

von

Otto Richter

aus

Luckenwalde.

ACAD. LAND. RAT. BIBL.

Luckenwalde.
Erich Richter, Buchdruckerei.
1904.

Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41547024_0117

Meinen Eltern gewidmet!

Litteratur-Verzeichnis.

1. Verhandlungen der Börsen-Enquête-Commission.
2. Bericht der Börsen-Enquête-Commission (in Sammlung amtlicher Veröffentlichungen Bd. 21 Jahrg. 1894).
3. Pfleger-Gschwindt, Börsenreform in Deutschland (in Münchener volkswirtschaftliche Zeitfragen Jahrg. 1896).
4. Weber, Die Ereignisse der deutschen Börsen-Enquête (in Zeitschrift f. d. gesamte Handelsrecht Bd. 43—45).
5. Ring, Die Börsen-Enquête (Archiv f. bürgerl. Recht Bd. 8).
6. Baron, Die Börsen-Enquête (Archiv f. bürgerl. Recht Bd. 9).
7. Cohn, Beiträge zur deutschen Börsenreform (Jahrg. 1895).
8. Lotz, Die Börsenreform (in Zeitschrift für Aktienrecht und Bankwesen Jahrg. 1895).
9. Gutachten der Aeltesten der Kaufmannschaft von Berlin zu den Beschlüssen der BEC.
10. Denkschrift der Kaufmannschaft von Magdeburg über die BEC.
11. Ehrenberg, Fondsspekulation und Gesetzgebung.
12. Entwurf eines Börsengesetzes durch den Bundesrat (im 1. Anlageband zu den Reichstagsverhandlungen 1894/95).
13. Thowart, Zum Börsengesetz (in volkswirtschaftliche Zeitfragen Jahrg. 1896).
14. Thiessen, Der Börsengesetzentwurf (in volkswirtschaftliche Zeitfragen Jahrg. 1896).
15. Bericht der Reichstagscommission zur Vorbereitung des Entwurfs eines Börsengesetzes (im Anlageband zu den Reichstagsverhandlungen 1895/97).
16. Reichstagsberichte vom 9.—11. Januar, vom 28.—30. April, vom 5.—6. Juni 1896.

Inhalts-Verzeichnis.

Seite

Einleitung S. 9—16.
- Zustand des Börsenwesens in Deutschland vor dem Börsengesetz 9—10
- Veranlassung und Grund für die reichsgesetzliche Regelung des Börsenwesens . . . . . 10—12
- Vorbereitung und Entstehung des Gesetzes . . . . . 12—13
- Disposition und Standpunkt der BEC. . . . . 13—15
- Zweck der Arbeit 16

1. Kapitel: Emissionswesen, Zulassung von Papieren zum Handel und zur Notiz S. 17—36.

I. B.-E.-Commission S. 17 ff.
- Standpunkt der BEC. 17
- Zusammensetzung und Stellung der Emmissionsbehörde . . . 18
- Grundsätze für die Zulassung . . . . . 19—20
- Einrichtung des Sperrjahres 21
- Minimalbetrag für die Zulassung 22
- Verhältnis der Börsen zu einander 22
- Handel per Erscheinen 23
- Haftung der Emissionshäuser . . . . . 24—25

II. Gesetzentwurf S. 25 ff.
- Neugestaltung der Zusammensetzung der Emissionsbehörde und Zweckmäßigkeit derselben . . . . . 25—26
- Regelung des Verfahrens der Emissionsbehörde durch den Bundesrat . . . . . 26—28
- Verschärfung der Bestimmungen über die Haftung der Emissionshäuser . . . . . 28—30
- Rückblick 30

III. Reichstag und Gesetz S. 30 ff.
- Weitere Aenderung der Zusammensetzung der Zulassungsstelle . 30—31
- Rückkehr zu den Vorschlägen der BEC. 32
- Wiedereinführung des Sperrjahres 33
- Befugnisse des Bundesrats und erneutes Verbot des Handels per Erscheinen . . . . . 34—35
- Haftung der Emissionshäuser, Strafbestimmungen 36

2. Kapitel: Maklerwesen und Kursfeststellung S. 37—50.

I. B.-E.-Commission S. 37 ff.
- Standpunkt der BEC. 37
- Definition des Kurses, Notwendigkeit der Kursfeststellung unter amtlicher Kontrole, unter Berücksichtigung möglichst aller abgeschlossenen Geschäfte 38
- Angabe der gehandelten Mengen und Einteilung der Börsenzeit in Abschnitte, einheitliche Gestaltung der Bewertung der Umrechnungsvaluten 39
- Vereidigte Kursmakler und ihre Funktionen . . . . . 40—41

II. Gesetzentwurf S. 41 ff.
- Erweiterung der Befugnisse des Bundesrates bezüglich der Preisfeststellung 41
- Bedenken gegen das von der BEC. empfohlene Buch für die Eintragung der nicht durch Kursmakler vermittelten Geschäfte 42

Seite

Verschärfung der Strafbestimmungen 43
Unzweckmäßigkeit des Eigenhandels der Kursmakler und Kautelen gegen den Mißbrauch des Eigenhandels 44
III. Reichstag und Gesetz S. 45 ff.
Aenderung des Begriffs Börsenpreis und Maßregeln zur Sicherung der Zuverlässigkeit der Kursfeststellung 45
Aenderung des Rechtsverhältnisses der im freien Verkehr abgeschlossenen Geschäfte . . . . . 46—47
Maklerkammer 48
Eigenhandel der Kursmakler 49
Schlußbetrachtung 50

3. Kapitel: Commissionsgeschäft S. 51—64.
I. B.-E.-Commission S. 51 ff.
Standpunkt der BEC. 51
Beschränkung des Eigenhandels auf Waren und Wertpapiere, deren Preis amtlich festgestellt wird 52
Benachrichtigung des Committenten 53
Der dem Committenten zu berechnende Kurs und das Selbsteintrittsrecht 54
Listenbuch 55
Pfandrecht und Strafbestimmungen 56
II. Gesetzentwurf S. 56 ff.
Standpunkt des Bundesrats 57
Bestrafung der Verleitung zum Börsenspiel 58
Aenderung des Selbsteintrittsrechts des Commissionärs . . . 59
Bedenken gegen das von der BEC. empfohlene Listenbuch . . 60—61
III. Reichstag und Gesetz S. 61 ff.
Aufhebung einer wesentlichen Schutzmaßregel für den Committenten 62
Ergänzende Bestimmungen des Reichstags 63
Schlußbemerkung 64

4. Kapitel: Rechtliche Stellung und Organisation der Börsen S. 65—86.
I. B.-E.-Commission S. 65 ff.
Aufsicht über die Börsen 65
Börsenordnung und Bedingungen über die Zulassung zum Besuch der Börse . . . . . 66—67
Börsendisziplin 68
Beteiligung des Staatscommissars am Disziplinarhofe . . . 69
Verfahren und Strafen 70
Börsenschiedsgerichte 71
Liquidationskassen 72
II. Gesetzentwurf S. 72 ff.
Ausdehnung der staatlichen Aufsicht durch den Bundesrat . . 73
Erweiterung der Befugnisse des Staatscommissars . . . . 73—74
Börsenausschuß 75
Neuregelung der Zulassungsbedingungen 76
Bedenkliche Beschränkung der ehrengerichtlichen Ahndung . . 77—78
Schaffung einer Berufungsinstanz 78
Das ehrengerichtliche Verfahren . . . . . 79—80
III. Reichstag und Gesetz S. 80 ff.
Neue Erweiterung der Befugnisse des Staatscommissars . . 80—82
Aenderung der Zusammensetzung des Börsenausschusses . . 82

Seite

Rückkehr zu den Vorschlägen der BEC. bezüglich des Inhalts der Börsenordnungen 83
Unzweckmäßigkeit der Gestaltung der Zulassung zum Börsenbesuch 83—84
Aenderungen bezüglich des Ehrengerichts . . . . . 85—86
5. Kapitel: Terminhandel S. 87—113.
I. B.-E.-Commission S. 87 ff.
Entstehung des Terminhandels 87
Gründe für und gegen den Terminhandel . . . . . 88—89
Zulassung von Wertpapieren zum Terminhandel . . . . 90—91
Zulassung von Waren zum Terminhandel . . . . . 91—92
Terminhandel in Getreide . . . . . 92—93
Kündigungswesen 94
Bestrafung der Verführung zum Börsenspiel . . . . . 95—96
Maßregeln zur Fernhaltung des Privatpublikums von Spekulationsgeschäften in Waren 97
Börsenregister 98
Klagbarkeit der Differenzgeschäfte 99
II. Gesetzentwurf S. 100 ff.
Standpunkt des Bundesrats . . . . . 100—101
Befugnisse des Bundesrats betreffs der Zulassung von Waren und Wertpapieren zum Terminhandel 101
Feststellung der Lieferungsqualität des Getreides 102
Verschärfte Bestimmung über die Behandlung unkontraktlicher Ware 103
Ausdehnung des Börsenregisters auf den Effektenterminhandel und Führung desselben . . . . . 104—107
III. Reichstag und Gesetz S. 107 ff.
Ergänzung der Zulassungsbedingungen von Effekten und Waren zum Terminhandel 107
Verbot des Terminhandels in Anteilen von Bergwerks- und Fabrikunternehmungen 108
Verbot des Terminhandels in Getreide- und Mühlenfabrikaten 109—112
Die Unzweckmäßigkeit des Börsenregisters 113
Schlußbemerkung 114

Einleitung.

Das Reichsbörsengesetz vom 22. Juni 1896 macht den Anfang einer einheitlichen Regelung des Börsenwesens. Innerhalb des Reichsgebiets befanden sich damals Börsen in folgenden Bundesstaaten:

in Preußen, und zwar in den Städten:
Berlin, Breslau, Danzig, Düsseldorf, Elbing, Essen, Frankfurt a./M., Gleiwitz, Grimmen a./S., Köln, Königsberg, Magdeburg, Memel, Posen, Stettin;
in Bayern, und zwar in den Städten:
München und Augsburg;
in Sachsen, und zwar in den Städten:
Dresden und Leipzig;
in Württemberg: in Stuttgart;
in Baden, und zwar in Mannheim;
in den Hansestädten:
Lübeck, Bremen, Hamburg;
in Elsaß-Lothringen, und zwar in den Städten:
Straßburg und Mühlhausen.

Die bisherige Regelung der Börsenverhältnisse in Deutschland war folgende:

Das alte HGB. behandelte bekanntlich die Börse nicht, es reglementierte nur die amtlich bestalteten Handelsmakler, aber auch hier im Art. 84 den Einzelgesetzgebungen im wesentlichen überlassend, wie weit sie von dieser Vorlage Gebrauch machen wollten. Infolgedessen zeigte die rechtliche Grundlage, auf welcher die deutschen Börsen früher basierten, äußerlich bedeutende Verschiedenheiten.

Für Preußen war maßgebend Art. 3 des Einführungsgesetzes zum HGB. vom 24. Juni 1861. Danach war zur Errichtung von Börsen und zur Aufstellung und Abänderung von Börsenordnungen die Genehmigung des Handelsministers erforderlich. In Ausführung dieser Gesetzesvorschriften wurde die unmittelbare Aufsicht über die Börse für die meisten Plätze den Handelskammern oder den kaufmännischen Korporationen übertragen.

Für Bayern waren staatlicherseits, außer einigen Spezialbestimmungen über Handelsmakler, Verfügungen über die Beaufsichtigung des Börsenwesens bis damals nicht ergangen. Dagegen galten „Bestimmungen für die Münchener Börse vom 1. Januar 1891", vom Münchener Handelsverein erlassen, unter dessen Aufsicht und Leitung die Börse stand.

In Sachsen war für die Leipziger Börse bestimmt, daß alle Anordnungen und Bestimmungen der Genehmigung der Handelskammer bedürfen, welche auch die fortlaufende Aufsicht über den Betrieb der Börse führte.

Für Württemberg galt nach Art. 12 des Einführungsgesetzes zum HGB. vom 13. August 1865 die Bestimmung: „Zur Feststellung von Börsenpreisen im Sinne des HGB. sind nur diejenigen Vereine von Kaufleuten als geeignet anzusehen, welchen durch landesherrliche Entschließung auf Grund einer genehmigten Börsenordnung die Eigenschaft öffentlicher Börsenvereine beigelegt ist.

In Baden hatte der Staat Anordnungen über die Börse nicht erlassen.

Für Lübeck galt die auf Antrag der Handelskammer vom Senat erlassene Börsenordnung vom 10. April 1870 (Nachtrag vom 12. Dezember 1885), deren Vorschriften sämtliche Börsenbesucher unterworfen waren.

In Bremen bestanden obrigkeitliche Verordnungen vom 6. Februar 1860, vom 18. Februar 1863 und vom 6. Oktober 1864, nach denen von den Börsenbesuchern ein Börseneintrittsgeld gezahlt werden mußte.

Das Hamburgische Gesetz vom 23. Januar 1880 unterstellte die Börse der Aufsicht der Handelskammer nach Maßgabe einer am 18. Dezember 1891 vom Senat genehmigten Börsenordnung.

Diese hanseatischen Börsen waren berufen, einen großen Einfluß auf die Entstehung des Börsengesetzes auszuüben. Alle Instanzen der Börsengesetzgebung glaubten deren besondere Verhältnisse berücksichtigen zu müssen. Von den übrigen deutschen Börsen unterschieden sich die hanseatischen Börsen dadurch, daß sie vollständig freie Märkte waren, deren Zutritt jedem anständigen Mann, auch Fremden, völlig frei stand. In Hamburg und Bremen war sogar das Institut der vereidigten Makler abgeschafft und jede andere Kontrole des Verkehrs als die Aufrechterhaltung der äußern Ordnung im Wege des Hausrechts beseitigt.

Anlaß zu einer reichsgesetzlichen Regelung des Börsenwesens gaben Mißstände, die bei dem Geschäftsbetrieb der deutschen Börsen zu Tage traten. Die erste parlamentarische Anregung wurde in der Session des Reichstages von 1887/88 gegeben. Die Petitionskommission des Reichstages war damals mit der Beratung einer Petition beschäftigt, welche den Antrag enthielt, daß die an der Produktenbörse zu Berlin, insbesondere auf dem Gebiete des Terminhandels mit Getreide, hervorgetretenen Mißstände im Wege der Gesetzgebung Abhülfe finden möchten.

Die Petitionscommission beschloß (Nr. 185 der Reichstagsdrucksachen von 1887/88):

> die Petition dem Reichskanzler zur Erwägung zu überweisen, ob aus Anlaß der von dem Gesuchsteller, sowie auch vielfach in der Presse zur Sprache gebrachten Mißstände eine Enquete über die Zustände der Börse vorzunehmen sei und ob eine reichsgesetzliche Regelung der Materie sich empfehlen möchte.

Darauf gelangte in dem Reichstag eine Petition zur Erörterung, in welcher die Abstellung von Mißständen an der hamburgischen Warenbörse gewünscht wurde. Daraufhin beschloß der Reichstag in seiner Sitzung vom 16. Mai 1889 die Petiton dem Bundesrat zur Erwägung zu überweisen.

Seit 1891 wurden vielfach Beschwerden laut, die sich nicht mehr auf Mißstände an einzelnen Börsen, sondern auf das ganze Börsenwesen erstreckten. Der Anlaß dieser Bewegung waren die um diese Zeit stattfindenden Bankbrüche, herbeigeführt durch übertriebene und unsolide Börsenspekulationen. Immer brennender wurde die Frage, inwieweit die im Börsenbetriebe selbst zu Tage getretenen Schäden ein organisatorisches Eingreifen der Gesetzgebung notwendig machten. Die Forderung eines solchen Eingreifens wurde durch die nachfolgenden, von Mitgliedern verschiedener Parteien unterstützten Anträge im Reichstage als eine in weitern Kreisen vertretene Forderung gekennzeichnet:

A. Der Reichstag wolle beschließen:

die verbündeten Regierungen zu ersuchen:

1. dem Reichstag noch im Laufe der gegenwärtigen Session eine Gesetzesvorlage zu machen, in welcher dem Mißbrauch des Zeitgeschäfts als Spielgeschäft sowohl an der Börse, wie anderwärts, namentlich in den für die Volksernährung wichtigen Artikeln durch eingreifende Bestimmungen auf dem Gebiete des Strafrechts und des bürgerlichen Rechts entgegengetreten wird.
2. Dahin zu wirken, daß die Börsen und der Geschäftsverkehr an denselben einer wirksamen staatlichen Aufsicht unterstellt und dadurch ihren wahren Aufgaben für Handel und Verkehr erhalten werden (Drucksachen des Reichstags Nr. 528, 8. Legislaturperiode, I. Session 1890/92).

B. Der Reichstag wolle beschließen:

die verbündeten Regierungen zu ersuchen:

dem Reichstag noch im Laufe der gegenwärtigen Session Gesetzesvorlagen zu machen, durch welche dem Börsenspiele sowohl an der Produkten- als auch an der Effektenbörse entgegenzutreten und insbesondere festgestellt wird:

reine Differenzgeschäfte sind nichtig und begründen kein Klagerecht (Drucksachen des Reichstags Nr. 531, 8. Legislaturperiode 1890/92).

Auch die Bundesregierungen hatten um die Zeit die Notwendigkeit erkannt, in eine eingehende Prüfung der auf den Börsenverkehr und die Stellung der Börsen im allgemeinen bezüglichen thatsächlichen und rechtlichen Fragen einzutreten. Zu diesem Zweck stellte sich, da es an ausreichenden Unterlagen mangelte, zuerst die Veranstaltung einer Enquete als notwendig heraus. Es wurde deshalb am 6. Februar 1892 durch den Bundesrat eine Kommission berufen, welche durch den vom Reichskanzler als Vorsitzenden ernannten Dr. Koch, Präsident des Reichsbankdirektoriums, geleitet wurde. Sie setzte sich zusammen aus Beamten der beteiligten Bundesregierungen, ferner aus Vertretern der Wissenschaft, sowie der direkt oder indirekt am Börsenhandel beteiligten Kreise; im ganzen bestand sie aus 28 Mitgliedern. Die Kommission

tagte vom 6. April 1892 bis zum 11. November 1893 in 93 Sitzungen. Unter Berücksichtigung der so gewonnenen Aufklärungen machte sich die Börsen-Enquête-Commission (BEC.) über die zu empfehlenden Maßregeln schlüssig und formulierte Vorschläge für gesetzgeberische und administrative Anordnungen.

Der Bericht der BEC. wurde nebst sämtlichen Anlagen dem Bundesrat und dem Reichstag mitgeteilt. Der letztere beschloß darauf in seiner Sitzung vom 19. April 1894:

> „die verbündeten Regierungen zu ersuchen, auf Grund der Ergebnisse der Börsen-Enquête ein Börsengesetz tunlichst bald vorzulegen."

Die Erörterungen, die diesem Reichstagsbeschlusse vorausgingen und die zahlreichen sonstigen Besprechungen, denen der Bericht der BEC. in der Litteratur unterzogen wurde, ließen ersehen, daß der vermittelnde Standpunkt, den die Commission eingenommen hatte, überwiegende Billigung fand, und daß auch die von diesem Standpunkt aus formulierten Commissionsvorschläge, trotz mannigfacher Ausstellungen gegen Einzelheiten, in weiten Kreisen als eine geeignete Grundlage zu weiterm Vorgehen betrachtet wurden.

Die Vereinbarung der Grundzüge unter den verbündeten Regierungen fand schon im Herbst 1894 statt und am 3. Dezember 1895 legte der Reichskanzler den Entwurf eines Börsengesetzes nebst Begründung dem Reichstag zur verfassungsmäßigen Beschlußnahme vor. Dieser Entwurf des Bundesrats weicht in vielen Punkten von den Beschlüssen der BEC. ab. Und zwar sind die Abweichungen nicht nur redaktioneller Art, auch an dem sachlichen Inhalt der Enquete-Vorschläge nahm der Bundesrat verschiedentlich Aenderungen vor.

In der Litteratur wurde der Entwurf bedeutend weniger besprochen als der Bericht der BEC. Die vorgenommenen Abänderungen der Kommissionsvorschläge wurden zum Teil mit Freuden begrüßt, andererseits aber wurden auch große Bedenken dagegen laut und wurde dringend eine Rückkehr zu den Beschlüssen der BEC. gewünscht.

Schon am 9.—11. Januar 1896 fand die erste Beratung des Entwurfs des Bundesrats im Reichstag statt. Am 11. Januar wurde im Reichstage beschlossen, die Vorlage der IX. Commission zur Vorberatung zu überweisen. Diese bestand aus 14 Mitgliedern und erledigte ihre Aufgabe in 27 Sitzungen, von denen auf die erste Lesung 18 und auf die zweite Lesung 9 entfielen. Abgeordneter Gamp, welcher bereits in der BEC. mitgewirkt hatte, erstattete als Berichterstatter einen ausführlichen Bericht.

Dieser wies erhebliche Aenderungen gegenüber dem Entwurf auf und zum Teil entfernte er sich noch mehr als letzterer von den Vorschlägen der BEC.

Die Anträge der IX. Commission wurden von dem Plenum des Reichstages mit geringen Aenderungen nach zwei weiteren Lesungen angenommen, von denen die erste vom 28. April bis 1. Mai und die zweite am 5. und 6. Juni stattfand. Am 6. Juni wurde das Börsengesetz (BG.) vom Reichstage, am 18. Juni vom Bundesrat angenommen.

Die Verkündigung im Reichsgesetzblatt als Börsengesetz vom 22. Januar 1896 erfolgte am 24. Juni 1896 (R.-G.-Bl. S. 157 ff.)

Die BEC. unterschied für die Regelung der Materie fünf Teile:

1. rechtliche Stellung und Organisation der Börsen.
2. Emissionswesen, Zulassung von Papieren zum Handel und zur Notiz.
3. Terminhandel.
4. Maklerwesen und Kursfeststellung.
5. Commissionsgeschäft.

Der allgemeine Standpunkt der BEC. war nach dem Bericht Seite 5—8 folgender:

Bei dem allgemeinen Gedankenaustausch über Stellung und Bedeutung der Börse im Wissenschaftsleben herrschte zunächst Einverständnis in der Commission darüber, daß die Entwicklung des nationalen und internationalen Güteraustausches, die Regelung der Geld- und Creditverhältnisse des In- und Auslandes und die fortschreitende Ausbreitung des Aktienwesens, sowie ähnlicher Gesellschaftsformen die Börse sowohl für den Verkehr in Waren wie in Wertpapieren zu einem unentbehrlichen Faktor für die heutige Volkswirtschaft gemacht haben, und daß infolge dessen keine Maßnahmen in Frage kommen können, von denen eine Störung und Beeinträchtigung der berechtigten und notwendigen Funktionen der Börse zu befürchten sein würde. Während ferner allseitig anerkannt wurde, daß sich auch im Börsenverkehr Mißstände entwickelt haben, deren Abstellung in hohem Maße wünschenswert ist, gingen die Ansichten in der Commission über die Wege, welche einzuschlagen sind, um die Beseitigung der Mißstände zu erreichen, erheblich auseinander. Hierbei traten sich die beiden Anschauungen gegenüber, welche überhaupt in der Wirtschaftspolitik der Gegenwart um den Vorrang ringen.

Von der einen Seite wurde ein Eingreifen des Staates für entbehrlich, von einzelnen Mitgliedern dieser Richtung sogar für schädlich gehalten. Die gedeihliche Entwicklung der Börse beruhe auf der Freiheit des Verkehrs und der ungehinderten Entfaltung aller an derselben thätigen Kräfte. Wie auf allen Stellen des wirtschaftlichen Lebens, so beständen auch an der Börse Mißstände und Auswüchse; deren Beseitigung sei aber am zweckmäßigsten und vollkommensten von der freien Initiative der Börse und ihrer Organe zu erwarten. Daß die Börse den ernsten Willen und die Fähigkeit besitze, ihre Einrichtungen zu vervollkommnen, wahrgenommene Mißstände zu beseitigen, um den Verkehr zu einem solidern zu machen, könne nicht bezweifelt werden. Die Aufstellung allgemeiner Gesichtspunkte für die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel, die Entwicklung der allgemeinen Lieferungsbedingungen für Waren, die Verbesserung der Preis- und Kursnotierungen und viele andere Einrichtungen lieferten den Beweis, daß die Börse nicht blos allen Bedürfnissen des Verkehrs Rechnung zu tragen hat, sondern auch diesen Verkehr selbst zu einem soliden zu gestalten mit Erfolg bestrebt gewesen sei. Das Urteil des Privatpublikums über die Börse sei vielfach unrichtig; es beruhe auf Verkennung und Unterschätzung der

an der Börse thätigen Geistesarbeit und werde durch Irrtümer und mangelhafte Kenntnis der thatsächlichen Verhältnisse und des wirtschaftlichen Nutzens, welche die Börse dem nationalen Erwerbsleben gewähre, getrübt. Ein Eingreifen des Staates und der Gesetzgebung sei in hohem Maße bedenklich, weil die Gefahr bestände, daß dadurch die freie Entwicklung des Börsenverkehrs gehemmt und demselben lästige, vielleicht unerträgliche Fesseln auferlegt würden.

Von anderer Seite wurde dieser Auffassung entschieden widersprochen. Es sei natürlich und könne der Börse nicht einmal zum Vorwurf gemacht werden, daß dieselbe bei allen Einrichtungen, die sie treffe, lediglich ihr Interesse im Auge habe. Dieses Interesse stehe aber oft in völligem Gegensatz zum Interesse der Allgemeinheit und der am Börsenhandel beteiligten andern Erwerbsgruppen. Durch die Auswüchse des Terminhandels und durch das Differenzspiel sowie durch die kolossalen Verluste, welche das Privatkapital durch die Einführung wenig gesicherter Wertpapiere erfahren habe, seien dem Nationalwohlstand tiefe Wunden geschlagen, durch die Festsetzung der allgemeinen Lieferungsbedingungen lediglich nach den Bedürfnissen des Börsenverkehrs die Interessen großer Erwerbsgruppen schwer geschädigt worden. Hier könne nur der Staat auf dem Wege der Gesetzgebung und durch eine energische Börsenaufsicht helfen; das Privatpublikum dagegen sei der Börse gegenüber völlig machtlos und nicht imstande, sich selbst gegen seine Ausbeutung und die Schädigung seiner Interessen zu schützen. Von der freien Initiative der Börse eine wesentliche Verbesserung der bestehenden Zustände und Verhältnisse zu erwarten, sei eine vergebliche Hoffnung. Obwohl die öffentliche Meinung seit langer Zeit sehr energisch die Beseitigung der vorhandenen Mißstände verlangt habe, sei in dieser Beziehung von seiten der Börse wenig oder nichts Wesentliches geschehen.

Zwischen diesen Gegensätzen suchte nun die Kommission einen Mittelweg zu finden. Sie war in ihrer Mehrheit der Ansicht, daß die Beseitigung der Mißstände durch die Börse selbst jedenfalls einem behördlichen Eingreifen vorzuziehen sein würde, und daß auch auf eine sachgemäße Mitwirkung der Börse bei Durchführung der sich als notwendig ergebenden Reformen gerechnet werden könne. Die Gesetzgebung würde sich daher in Bezug auf die rechtliche Stellung und Organisation der Börse im allgemeinen darauf zu beschränken haben, die Organe des Reichs und der Einzelstaaten mit den nötigen Befugnissen auszustatten, um eingreifen zu können, falls wider Erwarten die Börse sich der Durchführung dieser Reformen entziehen sollte; dagegen soll die Regelung der Börsenverhältnisse in erster Reihe nach wie vor den Beteiligten selbst überlassen werden.

In Bezug auf das Emissionswesen und die Zulassung von Wertpapieren zum Handel und zur Notiz erschien es der Commission zwar ratlich, sich in ihren Vorschlägen im allgemeinen an die bestehenden Einrichtungen anzuschließen, sie hielt es aber noch für notwendig, insbesondere durch eine zweckentsprechende Organisation der über die Zulassung der Effekten zum Börsenhandel entscheidenden Börsenbehörden und durch anderweite Regelung des Verfahrens vor denselben, sowie

durch Verschärfung der Verantwortlichkeit der Emmissionshäuser dafür zu sorgen, daß die Emmission unsolider Wertpapiere und der Börsenhandel in solchen nach Möglichkeit verhindert wird.

Desgleichen hielt die Commission eine Einschränkung des Terminhandels, namentlich in Waren, und eine größere Berücksichtigung der Interessen und Bedürfnisse der an demselben beteiligten Erwerbskreise bei der Entscheidung über die Zulassung und die Organisierung dieses Handels für geboten. Auch in anderer Beziehung gaben beim Warenterminhandel hervorgetretene Mißstände der Commission zu Vorschlägen Veranlassung, von deren Durchführung sie eine wesentliche Verbesserung der bestehenden Verhältnisse erwartete. Wenn die Commission zum Zweck der Beschränkung des Terminhandels in Waren die Beschreitung eines völlig neuen Weges mittels Einführung eines Registers, welches thunlichst die für diesen Geschäftszweig ungeeigneten Elemente ausschließen soll, in Vorschlag gebracht hat, so hat sie die prinzipielle und wirtschaftliche Bedeutung dieses Vorschlages nicht verkannt; sie hat sich aber überzeugen müssen, daß auf anderm Wege das von ihr für notwendig und berechtigt gehaltene Ziel sich nicht erreichen läßt.

Die von der Commission befürworteten Maßregeln gegen das sogenannte Börsenspiel bezwecken vor allem den Schutz der wirtschaftlich unselbständigen und wenig leistungsfähigen Personen gegen Verführung und Ausbeutung und zwar durch Einführung von Strafvorschriften für Handlungen, welche schon gegenwärtig in Börsenkreisen als den kaufmännischen Anstand und die kaufmännische Ehre verletzend angesehen werden.

Dieses System, namentlich in Verbindung mit der Einführung eines Börsenregisters für das Warentermingeschäft, bietet nach Ansicht der Commission zugleich das Mittel, um die Anfechtbarkeit von Börsengeschäften mittels der Einrede des Börsenspiels bezw. des reinen Differenzgeschäfts auf das rechte Maß zurückzuführen.

Die weit über die Kreise der Börsenhändler hinausgehende Bedeutung der Kurs- und Preisfeststellung an der Börse hat der Commission in Bezug auf diese und das Maklerwesen zu mehrfachen Vorschlägen Veranlassung gegeben, die meistens an die bisher gemachten Erfahrungen und die bestehenden Einrichtungen anknüpfen, jedoch eine größere Sicherung für die Richtigkeit und Zuverlässigkeit der zur Notierung gelangenden Preise und Kurse bezwecken.

Glaubte auch die Commission von durchgreifenden Aenderungen der Bestimmungen über das Commissionsgeschäft Abstand nehmen zu müssen, so erhoffte sie von ihren Vorschlägen doch die Abstellung der wesentlichsten, namentlich in Bezug auf das Selbsteintrittsrecht erhobenen Beschwerden."

Aufgabe dieser Arbeit ist, die Vorschläge der BEC. im Einzelnen und die Stellung, welche dazu die verbündeten Regierungen in ihrem Entwurf und der Reichstag in Commission und Plenum eingenommen haben, darzustellen und zu beurteilen: also den Werdegang des Gesetzes zu schildern und zu kritisieren. Eine Darstellung dieses Werdegangs ist bisher in der Litteratur nicht vorhanden.

Die folgende Darstellung schließt sich an die Scheidung der Materie in die obigen fünf Teile an. Im allgemeinen herrscht Uebereinstimmung der gesetzgebenden Faktoren mit der BEC. in den Teilen 2, 4, 5. Erhebliche Unterschiede finden sich aber in den Teilen 1 und 3. Hier liegen auch Unterschiede vor zwischen dem Gesetz-Entwurf und dem Gesetz. Daher behandeln wir zunächst 2, 4, 5 und dann 1 und 3.

I. Kapitel.

Emissionswesen.

Zulassung von Papieren zum Handel und zur Notiz.

I.

Die BEC. versuchte in dem Teil ihrer Vorschläge über das Emissionswesen das deutsche Kapital vor den Verlusten zu schützen, die es bis dahin andauernd an Emissionen von Aktien und in noch stärkerem Maße von ausländischen Anleihen erlitten hatte. Den Gedanken, durch ein Prohibitivsystem ausländische Werte von den deutschen Börsen überhaupt auszuschließen, wies sie mit Rücksicht auf die Bedeutung des Besitzes internationaler Wertpapiere zurück. Der Commissionsbericht bemerkt dazu*: „daß für einen jeden Staat, mit lebhaften internationalen Verkehrsbeziehungen der Besitz internationaler Wertpapiere von größtem Wert ist, bedarf keines weiteren Beweises. Selbst abgesehen von Kriegen und von industriellen und gewerblichen Krisen, die oft die Beschaffung großer Geldmitttel aus dem Ausland nötig machen, um den Zahlungsverbindlichkeiten gerecht werden zu können, liegt es auch in dem Wesen des internationalen Verkehrs, daß die einzelnen Länder bald Schuldner und bald Gläubiger der andern Länder sind, da sie zu bestimmten Zeiten Waren aus denselben beziehen, zu andern wieder solche dorthin absetzen. Diese gegenseitigen Verbindlichkeiten der Staaten unter einander durch Geldzahlungen auszugleichen, würde eine große Erschwerung sein, den Geldbestand vorübergehend erheblich schmälern, die Währung gefährden und dadurch die bedenklichsten Störungen in den Geld- und Kreditverhältnissen der einzelnen Länder hervorrufen." Ebenso wenig glaubte die BEC. eine verschärfte staatliche Kontrolle empfehlen zu sollen, weil durch eine solche der Staat als Garant für die Bonität der durch sein Zuthun zugelassenen Papiere hingestellt würde. Sie wollte wie bisher die Selbständigkeit der Börsen auf diesem Gebiete aufrecht erhalten und hoffte trotzdem obigem Mangel abhelfen zu können durch die folgenden Vorschläge:

1. Bei der Gestaltung der über die Zulassung entscheidenden Organe glaubte die BEC. aus dem oben angeführten Grunde eine Mitwirkung staatlicher Organe nicht empfehlen zu sollen. Die gewünschte größere Solidität in der Wirksamkeit der Emissionsbehörde hoffte sie dadurch zu erreichen, daß sie neben den bisher in dieser nur vertretenen Bankinteressen auch die des kaufenden Publikums wahrnehmen lassen wollte**. In Aussicht nahm die Commission als solche Vertreter der außerbörslichen Kreise „hervorragende Nationalökonomen und bedeutende Großindustrielle". Diese Mitglieder

---

* cfr. Commissionsbericht Sammlung amtl. Veröffentlichungen, Bd. 21 S. 74.

** Der Vorschlag der BEC. lautet S. 8.

Die Zulassung neuer Wertpapiere ist in die Hand eines Kollegiums (Commissariat ꝛc.) zu legen, in welchem neben den Emissions- und Bankinteressen auch die Interessen der Gesamtheit, insbesondere des kaufenden Publikums vertreten sind. Die Vertreter letzterer Art müssen von der Regierung bestätigt werden.

der Emissionsbehörde, welche gleichfalls von der Börsenbehörde ernannt werden, bedürfen der Bestätigung der Regierung, damit für deren Auswahl nicht etwa Bankinteressen maßgebend seien. Die BEC. befürwortete, diese Bestimmungen ins BG. aufzunehmen, da sie befürchtete, daß sonst dieselben durch die Börsenordnungen abgeändert werden.

Aufgabe* dieser Emissionsbehörde ist es, das Publikum über alle zur Beurteilung der zu emittierenden Wertpapiere notwendigen thatsächlichen und rechtlichen Verhältnisse zu informieren. Um dies thun zu können, soll sie selbst die Urkunden, welche die Grundlage der zu emittierenden Papiere bilden, prüfen, und Emissionen, durch die erhebliche allgemeine Interessen geschädigt werden, oder die offenbar zu einer Uebervorteilung des Publikums führen, soll sie nicht zulassen. Nicht glaubte dagegen die BEC. den Börsenorganen die Verpflichtung auflegen zu dürfen, in eine Prüfung darüber einzutreten und ein Urteil abzugeben, ob die einzuführenden Effekten sicher sind und ein Kapitalverlust bei ihnen nicht zu erwarten ist. Eine derartige Verpflichtung würde die Börsenorgane mit einer Verantwortlichkeit belasten, die zu tragen sie außer stande sind und würde auch im Publikum den Glauben erwecken, daß es selbst jeder Prüfung enthoben sei. In der Hauptsache ist also dem Publikum selbst die Prüfung und damit die Verantwortlichkeit, ob es eine Anlage in den einzuführenden Effekten in seinem Interesse für vorteilhaft erachtet, allein überlassen.

2. Für notwendig erachtete es die BEC. die wichtigsten Grundsätze über die Zulassung von Wertpapieren für das Reich einheitlich zu gestalten, weil die Einführung von Wertpapieren ihre Wirkungen weit über den Kreis des Landes, in dem die betreffende Börse gelegen ist, äußert. Deshalb schlug sie vor**, den Bundesrat zu ermächtigen, Anordnungen über eine einheitliche Regulierung der Zulassungsbedingungen und der Kursnotierung zu erlassen. Um die Wirksamkeit dieser Anordnungen des Bundesrats zu verbürgen, sollen die nicht zugelassenen Effekten von den Vorteilen und Einrichtungen der Börsen ausgeschlossen bleiben.

---

* Der Commissionsvorschlag lautet S. 9.

Die Emissionsbehörde hat die Aufgabe und Pflicht,

a) die Vorlegung der Urkunden, welche die Grundlage für die zu emittierenden Wertpapiere bilden, zu verlangen und diese Urkunden zu prüfen.

b) dafür zu sorgen, daß das Publikum über alle zur Beurteilung notwendigen thatsächlichen und rechtlichen Verhältnisse soweit als möglich informiert wird, und bei Unvollständigkeit des Materials die Emissionen nicht zuzulassen.

c) Emissionen nicht zuzulassen, durch welche erhebliche allgemeine Interessen geschädigt werden, oder welche offenbar zu einer Uebervorteilung des Publikums führen.

Die Emmissionsbehörde darf jede Emission ohne Angabe von Gründen ablehnen.

** Der betreffende Vorschlag der BEC. lautet S. 8:

Der Bundesrat ist befugt, Anordnungen zu treffen, durch welche die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel und zur Kursnotierung für das Reich einheitlich gestaltet wird.

Geschäfte in nicht zugelassenen Wertpapieren sind sowohl von der amtlichen Kursnotiz als von den sonstigen Vorteilen der Börseneinrichtungen ausgeschlossen. Ebensowenig dürfen Geschäfte in solchen Wertpapieren durch die Kursmakler vermittelt werden.

Für die Aufstellung der bei der Emission geltenden Gesichtspunkte gab die BEC. mannigfache Anregungen. Besonderes Gewicht legte sie auf den an fast allen deutschen Börsen bestehenden Prospektzwang. Das Publikum erhält dadurch das zur Bildung eines eigenen Urteils notwendige Material an die Hand, während die einführende Firma für das empfohlene Papier ihren Emissionskredit auf's Spiel setzt. Bei dieser Gelegenheit richtete die BEC. den „fast leidenschaftlichen Aufruf" an die Presse, wie Baron sagt, mitzuwirken bei der Aufklärung des Publikums. Trotzdem aber verzichtete die Commission auf einen positiven Vorschlag in dieser Beziehung. Dem Prospektzwang sollen unterliegen alle Papiere mit Ausnahme der Anleihen des Deutschen Reiches und der deutschen Staaten. Der Anregung, auch kommunale und sonstige inländische Papiere, die eine besondere Sicherheit bieten, vom Prospektzwang zu befreien, glaubte die Commission nicht Folge leisten zu sollen. Sie hielt eine gewisse Kontrolle auch dieser Effekten seitens der Emissionsbehörde für nötig, weil geprüft werden muß, ob überhaupt ein Bedürfnis zum Handel in diesen Papieren an der betreffenden Börse vorliegt. Jedoch trug die BEC. dieser Anregung insoweit Rechnung, als sie der Landesregierung das Recht zugestehen will, kommunale Körperschaften und kommunalständische Kreditinstitute in besonderen Fällen von der Verpflichtung zur Einreichung eines Prospekts zu befreien. Ausdehnen wollte die Commission den Prospektzwang auf Kapitalserhöhungen und auf Konvertierungen*.

* Der Wortlaut des Kommissionsvorschlages ist. S. 9.

I. Bei Emissionen ist, abgesehen von Deutschen Reichs- und Staats-Anleihen, stets ein Prospekt einzureichen und zu veröffentlichen.

Die Befreiung von der Pflicht zur Einreichung eines Prospekts kann für kommunale Körperschaften und kommunalständische Konditinstitute von der Landesregierung gestattet werden.

Die für die Berliner Börse geltenden „leitenden Gesichtspunkte" erscheinen im allgemeinen als geeignete Grundlage für die Festsetzung der Grundsätze über die Zulassung von Wertpapieren, wenn

das Recht und die Pflicht der Emissionsbehörde in den ad 3, 3 bezeichneten Fällen die Genehmigung zur Emission zu versagen, klar zum Ausdruck gebracht wird.

II. Im einzelnen sind die „leitenden Gesichtspunkte" nach den geltenden Grundsätzen einer Revision zu unterziehen. Als änderungsbedürftig sind insbesondere folgende Punkte zu bezeichnen.

1. Für die zur Emission gelangenden ausländischen Wertpapiere sind in der Regel sowohl für Zinsen wie Kapital Zahlstellen im Inlande zu begründen.

2. Auf ausländische Währung gestellte, zur Emission gelangende Wertpapiere sollen thunlichst auch auf deutsche Valuta lauten.

3. Außer der Mitteilung des letzten Budgets ist die Angabe der wesentlichen Ergebnisse der Abschlüsse der letzten 3 Jahre erforderlich.

4. Die unter Nr. $II a_3$ — Satz 2 — der leitenden Gesichtspunkte zugelassene Ausnahme ist zu beseitigen. Die Nrn. $II a_5$, VI_5, $VIII_4$ der leitenden Gesichtspunkte sind nach der Richtung hin zu modifizieren, daß die dort angeführten Ausnahmen nur in dem Falle zugelassen werden können, wenn es sich um die Garantie eines Staates handelt, dessen Finanzverhältnisse als allgemein bekannt gelten.

5. Bei ausländischen Wertpapieren ist die Angabe der Verjährungsfristen für Kapital und Zinsen ohne Ausnahme erforderlich.

Als Grundlage für die an den Prospekt zu stellenden Anforderungen empfahl die BEC. die für die Berliner Börse geltenden „leitenden Gesichtspunkte". Nur einige Abänderungen resp. Vervollkommnungen erließ sie inbezug auf ausländische Valuten, die, wenn auch von geringer Bedeutung, zu billigen sind.

3. Neu unter den von der BEC. aufgestellten Grundsätzen ist namentlich der folgende:

Die Commission wollte die Umwandlung gewerblicher Unternehmungen in Aktiengesellschaften erschweren und namentlich verhindern, daß eine ganz vorübergehende günstige Stimmung der Börse und des Publikums zu solchen Gründungen benutzt wird*.

Ferner lauten die Vorschläge auf S. 11 a. a. O.

Der Prospektzwang ist auszudehnen auf

a) alle Kapitalserhöhungen,
b) alle Konvertierungen,
c) Kapitalsherabsetzungen, sofern durch dieselben wesentliche Veränderungen in den Verhältnissen der Gesellschaft begründet werden.

Für Konvertierungen gelten in allen Punkten die vorstehenden Bestimmungen. Außerdem aber muß in Konvertierungsprospekten deutlich zum Ausdruck gebracht sein, inwiefern durch die Konvertierung gegenüber den früheren Bedingungen eine Veränderung oder eine Minderung der früheren etwaigen Sicherheit herbeigeführt wird.

* Im Bericht wird dazu bemerkt, daß vielfach gewerbliche Unternehmungen nicht aus wirtschaftlich berechtigten Gründen, sondern des Agiotagegewinns wegen in Aktienunternehmungen umgewandelt würden. Es gäbe Bankhäuser, welche sich gewerbsmäßig mit der Umwandlung von gewerblichen Unternehmungen in Aktiengesellschaften befaßten, die ihres Erachtens hierzu geeignete Unternehmungen aufsuchten, alles zu einer derartigen Umwandlung vorbereiteten und dann mit der Umwandlung selbst warteten, bis die Börse zur Aufnahme neuer Effekten disponiert und das Privatpublikum zur Beteiligung an Spekulationskäufen geeignet sei. Oft würde auch eine künstliche Hausse in dieser oder jener Art von Wertpapieren durch alle möglichen Mittel befördert, um den Boden für eine günstige Aufnahme derartiger Wertpapiere vorzubereiten und, wenn dies geschehen, würden die Effekten an den Markt gebracht. Hieraus ergäben sich für das Gemeinwohl erhebliche Nachteile. Es würden dadurch vielfach Unternehmungen in Aktiengesellschaften umgewandelt, für die hierzu kein Bedürfnis vorliege und die viel besser als Privatunternehmungen prosperiert hätten. Durch diese Umwandlung würden häufig die früheren intelligenten und tüchtigen Geschäftsleiter dieser Unternehmungen veranlaßt, sich von dem Geschäft zurückzuziehen und die Unternehmungen gelangten in weniger tüchtige und solide Hände. Die Form der Aktiengesellschaft sei gewiß in vielen Fällen eine durchaus berechtigte und notwendige, namentlich, wo es sich um Unternehmungen handle, die nur mit erheblichen Mitteln erfolgreich betrieben werden könnten, aber andererseits habe die stetig zunehmende Erweiterung des Aktienbetriebes auch manche bedenkliche Seiten. In sozialpolitischer Beziehung wirke dieselbe entschieden nicht günstig, insbesondere auch, weil die persönlichen Beziehungen zwischen Arbeitgeber und Arbeitnehmer fortfielen, die vielfach noch bei Privatunternehmungen, namentlich solchen beständen, die Generationen hindurch sich in einer Familie befänden. Auch wirke die Aktienagiotage an der Börse ungünstig auf dieses Verhältnis, indem die Arbeiter durch eine, vielleicht lediglich vorübergehende Haussebewegung, zu falschen Schlüssen über die Lage des Unternehmens veranlaßt würden. Auch in wirtschaftlicher Beziehung sei die Form der Aktiengesellschaft nicht bei allen Arten des Gewerbebetriebes die richtige, was daraus hervorginge, daß nicht vereinzelt die in Zeiten der Hausse in Aktiengesellschaften umgewandelten Gewerkschaften bei länger anhaltenden ungünstigen Konjunkturen wieder die Form der Gewerkschaften anzunehmen genötigt gewesen sein. (S. 92/93)

Zu diesem Zweck befürwortete sie, daß die Zulassung von Aktien eines zur Aktiengesellschaft umgewandelten Privatunternehmens zum Handel und zur Notiz an der Börse vor Ablauf von einem Jahr nach Eintragung der Gesellschaft ins Handelsregister nicht stattfinden darf. Die diesem Vorschlag zu Grunde liegende Absicht ist gewiß billigenswert. Aber eine so allgemeine Norm, wie die obige, geht entschieden zu weit. Es ist der Commission hier nicht der Vorwurf zu ersparen, daß sie zu sehr generalisiert hat. „Es ist nicht einzusehen, wie im Bericht der Aeltesten der Berliner Kaufmannschaft angeführt wird, weshalb die Zulassung der Aktien ganz neuer Unternehmungen von völlig ungewisser Rentabilität sofort nach Beginn, dagegen die von Aktien bewährter Unternehmungen bei Umwandlung der letzteren in Aktiengesellschaften erst nach Jahresfrist soll erfolgen dürfen*." Wenn einmal eine einjährige Sperrzeit für die Aktien letzterer bestehen soll, so ist es doch jedenfalls sehr wünschenswert, wie Cohnstaedt** hervorhob, wenn bei neugeschaffenen Unternehmungen das erste Risiko den Gründern überlassen würde, und für solche Aktien eine Sperrzeit von mehreren Jahren vorausgesehen wäre. Die Commission hat übrigens die Unzweckmäßigkeit der gleichen Behandlung alter erprobter Unternehmungen und neugegründeter Aktiengesellschaften nicht verkannt. Sie suchte die Ungerechtigkeit der Bestimmung dadurch zu mildern, daß sie dem Staat das für ihn bedenkliche Recht zuerteilt, die Frist zu ermäßigen. Ganz soll die Sperrfrist, nach Ansicht der Commission, fortfallen bei Eisenbahnaktien, weil diese Unternehmungen der staatlichen Konzession bedürfen***.

4. Inbezug auf die Höhe der zu emittierenden Werte setzte die BEC. für die einzelnen Börsen Minimalbeträge fest,† der kleinste sollte eine halbe Million betragen. Die Aktien kleinerer gewerblicher Unternehmungen erschienen der Commission ungeeignet zum Börsenhandel, weil sich bei kleineren oder ganz fehlenden Umsätzen eine sachgemäße und zuverlässige Kontrolle der notierten Börsenpreise kaum mehr ermöglichen läßt. Ob diese Allgemeinheit der Festsetzung des Mindestbetrages notwendig war, erscheint zweifelhaft. Unbedenklich hätte die

---

* cfr. Gutachten der Aeltesten der Kaufmannschaft von Berlin zu den Beschlüssen der BEC. S. 21.

** cfr. Cohnstaedt, die Vorschläge der BEC. S. 25.

*** Der Commissionsvorschlag lautet (S. 11):

Die Zulassung von Aktien eines zur Aktiengesellschaft umgewandelten Unternehmens zum Börsenhandel darf vor Ablauf eines Jahres nach Eintragung der Gesellschaft in das Handelsregister nicht erfolgen.

Diese Bestimmung findet auf Eisenbahnunternehmungen keine Anwendung.

In besonderen Fällen kann von der Staatsaufsichtsbehörde die Frist entsprechend ermäßigt werden.

† Die BEC. schlägt folgendes vor (S. 11):

Durch die Emissionsbehörde ist für die Zulassung von Aktien ein Mindestbetrag des Grundkapitals festzusetzen und es würde zu empfehlen sein

für Berlin ein Mindestbetrag von 3 Millionen,
für Frankfurt a. M. und Hamburg ein Mindestbetrag von 2 Millionen,
für die andern Börsen ein Mindestbetrag von einer halben Million.

Diese Mindestkapitalien dürfen durch Sperren von Stücken bei der Emission nicht vermindert werden.

BEC. die Entscheidung darüber den Emissionsbehörden anvertrauen können, da diese die für den einzelnen Platz maßgebenden Verhältnisse am besten beurteilen können, vornehmlich aber, da die Commission den Börsenbehörden auf diesem Gebiete die Selbstverwaltung prinzipiell zugesteht.

Das Sperren von Stücken seitens der Emissionshäuser wollte die BEC. nicht untersagen. Sie hielt dies unter Umständen für berechtigt, verkannte allerdings auch nicht, daß damit Unfug geübt wird. Letzterem suchte die Commission vorzubeugen durch die Bestimmung, daß der zur Emission notwendige Mindestbetrag durch Sperren seitens des Emittenten nicht vermindert werden darf.

5. Für das von der Emissionsbehörde zu beachtende Verfahren machte die BEC. eingehende Vorschläge,* denen allerseits beigestimmt wurde.

6. Ferner regelte die Commission das Verhältnis der einzelnen Börsen zu einander bezüglich der Zulassung. Um zu verhindern, daß Emissionen, deren Zulassung an der einen Börse abgelehnt wurde, an andern Börsen ohne weiteres eingeführt würden, empfahl sie, die Emissionsbehörden zu verpflichten im Falle der Ablehnung den Vorständen der übrigen deutschen Börsen Mitteilung hiervon zu machen. Die Einführung an einer zweiten Börse soll dann nur mit Genehmigung der ersteren erfolgen dürfen. Die gegen diese Verordnung von kaufmännischen Schriftstellern** vorgebrachten Einwendungen sind nicht als stichhaltig anzuerkennen. Um eine einheitliche Beurteilung zu erzielen, ist diese Bindung der einzelnen Börsen an einander durchaus notwendig. ***

---

* Sie lauten Commissionsbericht a. a. O. (S. 10):

Der Antrag auf Zulassung ist mit Bezeichnung des Emittenten, des Emissionsbetrages und der Art des einzuführenden Wertpapiers an der Börse auszuhängen und zu veröffentlichen.

Insbesondere ist die Emissionsbehörde berechtigt, unter Umständen auch die Vorlegung der zwischen dem Emissionshaus und dem betreffenden Anleiheschuldner geschlossenen Verträge zu verlangen

Nach Verlauf von sechs Tagen entscheidet die Emissionsbehörde über die Zulassung unter Würdigung der dagegen etwa erhobenen Einwände.

** cfr. Cohnstaedt a. a. O. 25 u. Bericht der Aelt. d. Berl. Kaufmsch. a. a. O. S. 20/21.

*** Der Vorschlag der BEC. heißt (S. 10):

Von der Ablehnung eines Antrags auf Zulassung hat die Emissionsbehörde den Umständen nach unter Angabe der Gründe, den Vorständen der übrigen deutschen Börsen, bei welchen nach Lage der Verhältnisse das betreffende Wertpapier zur Einführung gelangen könnte, Mitteilung zu machen. Wird an einer dieser Börsen die Genehmigung zur Einführung nachgesucht, so darf dieselbe nur mit Zustimmung derjenigen Emissionsbehörde erfolgen, welche die Zulassung abgelehnt hat. Im Falle der Zulassung ist der Prospekt durch Aushang an der Börse und Veröffentlichung in der Presse bekannt zu machen.

Handelt es sich um auswärtige Anleihen, Obligationen, Pfandbriefe oder Aktien und weiß der Emittent, daß das Papier, für welches er die Emission nachsucht, auch gleichzeitig an andern deutschen Börsen zur Zulassung angemeldet ist, so muß er dies der Emissionsbehörde mitteilen. Die Emissionsbehörden der betreffenden deutschen Börsen müssen sich sodann in Verbindung setzen, und keine dieser Börsen darf die Zulassung früher aussprechen, ehe das Urteil der anderen Börsen bekannt ist. Sobald

7. Den Handel per Erscheinen glaubte die Commission nach Abwägung der dafür und dagegen sprechenden Gründe verbieten zu sollen.* Dadurch sollte der Praxis der Emissionshäuser entgegengetreten werden, welche ihre zur öffentlichen Zeichnung ausgelegten Effekten an der Börse per Erscheinen zu einem höheren als dem Emissionskurs verkaufen, die Zeichner leer ausgehen lassen und diese schädigen, insbesondere wenn dieselben zur Beschaffung der Kaution andere Effekten zu veräußern genötigt waren. Die Zweckmäßigkeit des Verbots steht außer Zweifel; denn trotz der gegenteiligen Versicherungen der Aeltesten der Berliner Kaufmannschaft** wurde der Handel per Erscheinen, solange er erlaubt war, vornehmlich zu Agiotagezwecken benutzt. Die Befolgung des Verbots wollte die BEC. durch Anwendung von Disziplinarmaßregeln sichern.

8. Die Commission behandelte im letzten Teil dieses Abschnittes die Haftung der Emissionshäuser***. Die präzise Feststellung einer solchen Haftung, die bis dahin in der Rechtsprechung sehr strittig war, erschien ihr notwendig. Sie mochte einerseits nicht den Erwerber von der Verpflichtung zur eigenen Aufmerksamkeit befreien; aber andererseits glaubte sie doch die Haftung für die Richtigkeit des Prospekts über dolus ausdehnen zu müssen. Sie fand die Grenze in der Mitte zwischen

die Emissionsbehörde einer Börse die Zulassung ablehnt, darf das Papier auch an keiner anderen Börse zugelassen werden, bevor nicht die ablehnende Emissionsbehörde ihren Widerspruch zurückzieht.

* Der Wortlaut des Commissionsvorschlages ist (S. 11):

Wertpapiere dürfen, im Fall dieselben zur Zeichnung aufgelegt werden, vor beendeter Zuteilung an die Zeichner weder an der Börse gehandelt noch öffentlich oder in mechanisch hergestellten Privatkurszetteln oder Berichten notiert werden. Die Befolgung dieses Verbots ist durch geeignete Disziplinarmaßregeln zu sichern. Bei Geschäften, die diesem Verbot zuwider abgeschlossen werden, ist eine jede Mitwirkung der Börsenorgane ausgeschlossen.

** cfr. Bericht der Aeltesten der Berl. Kaufmannsch. a. a. O. (S. 21).

*** Ueber die Haftung der Emissionshäuser schlug die BEC folgendes vor:

Sind in einem der Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel zu Grunde liegenden Prospekte für die Beurteilung des Wertes erhebliche Angaben unrichtig oder infolge der Fortlassung erheblicher Thatsachen unvollständig, so haftet der Einführende: wenn er die Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit gekannt hat oder dieselben ihm nur dadurch unbekannt geblieben sind, daß er böslich eine ausreichende Prüfung der Angaben verabsäumt hat, jedem, auch dem späteren Erwerber eines solchen Wertpapiers für den Schaden, welcher demselben an dem Papier aus der von den gemachten Angaben abweichenden Sachlage erwächst. Die Ersatzpflicht wird dadurch nicht ausgeschlossen, daß der Prospekt die Angaben als lediglich von einem Dritten herrührend bezeichnet. Sie ist ausgeschlossen, wenn nach den Verhältnissen, welche zur Zeit des Erwerbs des Papiers seitens des den Ersatz Fordernden zu Tage getreten, ein sorgfältiger Mann ungeachtet der Angaben des Prospekts die wirkliche Sachlage kennen, oder doch diese Angaben für seinen Erwerbsentschluß als unerheblich erachten mußte.

Der Ersatzpflichtige kann es ablehnen, den Ersatz in anderer Weise als durch Uebernahme des Wertpapiers gegen Erstattung des vom Erwerber dafür aufgewendeten Betrages zu leisten.

Der Ersatzanspruch verjährt in fünf Jahren seit Zulassung der betreffenden Wertpapiere zum Börsenhandel.

Die Vorschriften der bürgerlichen Rechte über die Ansprüche aus Verträgen bleiben durch die vorstehenden Bestimmungen unberührt. (S. 12).

Arglist und Fahrlässigkeit in dem, was das HGB. als Böslichkeit bezeichnet. Es ist dieser Vorschlag energisch, er legt dem Emittenten eine sehr weitgehende Verantwortung auf; es ist aber demselben beizustimmen, da er die berechtigten Interessen des Publikums schützt. Doch kann man einen Vorwurf der BEC. nicht ersparen, den wir auch schon oben einmal aussprechen mußten*. Die Commission hat hier zu sehr generalisiert. Es ist — und dem stimmen auch Weber** und Cohnstaedt*** bei — eine verschiedene Behandlung der gewöhnlichen Emissionspapiere und der ausländischen Staatsanleihen nötig. Die Haftung für die letzteren ist unmöglich und bedeutet nur, wie Weber† richtig bemerkte, daß zu dem Verluste des Publikums der Bankerott des Emittenten gefügt wird.

Um zu verhindern, daß die Emissionshäuser sich dadurch ihrer Verantwortlichkeit für den Inhalt des Prospekts entziehen, daß sie diesen von einem anderen unterzeichnen lassen und dann die Erklärung abgeben, daß sie auf Grund obigen Prospekts die Effekten an der Börse einzuführen gedächten, bestimmte die BEC., daß die Haftung der Emissionshäuser dadurch nicht ausgeschlossen wird, daß der Prospekt die Angaben als lediglich von einem Dritten herrührend bezeichnet. Ferner glaubte sie, daß, wenn nur der erste Erwerber hafte, die ganze Haftung unwirksam sein würde. In dem Falle würden die Emissionshäuser für erste Erwerber sorgen, welche auf jede Haftung seitens des Emissionshauses verzichten, aus deren Händen dann die Effekten an das Publikum gelangen würden. Das Emissionshaus soll deshalb jedem Erwerber haften, außer, wenn diesem bereits Tatsachen bekannt waren, durch die der Inhalt des über das betreffende Papier veröffentlichten Prospekts berichtigt wird.

Das Emissionshaus kann den Ersatz durch Uebernahme des Wertpapiers gegen Erstattung des vom Erwerber dafür aufgewendeten Betrages leisten.

Als Verjährungsfrist für Ersatzansprüche gab die BEC. fünf Jahre an. Eine allzulange Zeit empfiehlt sich nicht, weil mit den Jahren die Schwierigkeit wächst, zu entscheiden, ob zur Zeit, da der fragliche Prospekt veröffentlicht wurde, der Emittent sich im guten Glauben an die Wahrheit desselben befand. Vielleicht dürfte es aus diesem Grunde schon zu weit gehen, fünf Jahre als äußerste Zeitgrenze zu bestimmen.

Die Vorschläge der BEC. versuchten durch allgemeine Erschwerung der Emissionsbedingungen und durch Verschärfung der Haftung der Emissionshäuser die Solidität letzterer und den Schutz des Publikums zu heben. Wie unzureichend aber die Commission selbst diese Maßnahmen erachtete, erhellt aus der folgenden Stelle des Berichts „der hauptsächlichste Schutz des Publikums liegt in der Ehren-

* cfr. oben S. 21.

** cfr. Weber (Zeitschrift f. d. gesamte Handelsrecht, Bd. 45 S. 100).

*** cfr. Cohnstaedt a. a. O. S. 21.

† cfr. Weber a. a. O. S. 99.

haftigkeit und Solidität des Emissionshauses".* Sie erwartete also die letzte Rettung von der Selbstzucht der Börsen. Im einzelnen beachtete die BEC. den inneren Gegensatz von Zinspapieren und Dividendenpapieren zu wenig. Beide Arten von Papieren wurden meist in gleicher Weise behandelt. Wo aber der Unterschied zum Ausdruck kommt, finden sich thatsächliche Beschränkungen nur bei den Dividendenpapieren. Was für die Zinspapiere vorgeschlagen wurde, war zu geringfügig, als daß man davon eine Besserung der Zustände hätte erwarten können. Schließlich trafen die Vorschläge der BEC., wie Weber** richtig hervorhob, garnicht den Schleichhandel mit ausländischen Papieren, der die Emission an den deutschen Börsen umgeht.

II.

Der Bundesratsentwurf folgte fast durchweg den Vorschlägen der BEC.

1. Auch der Bundesrat hielt hinsichtlich der Zulassungsstelle — er gebrauchte diesen Ausdruck für die in der BEC bezeichnete Emissionsbehörde — am Mißtrauen gegen die bisherige Zusammensetzung derselben fest. Dieser Ansicht entsprang die Bestimmung im § 36, daß der dritte Teil der Mitglieder der Zulassungsstelle aus Personen bestehen soll, welche den Börsengeschäften fernstehen. Der Bundesrat griff also den diesbezüglichen Vorschlag der BEC. auf, befolgte ihn aber nicht streng. Denn dieser hatte gefordert,*** daß in der Behörde insbesondere die Interessen des kaufenden Publikums vertreten sein sollten, was der Text des Entwurfes nicht ausdrücklich forderte. Die näheren Bestimmungen über die Zusammensetzung der Zulassungsstelle sollten in den Börsenordnungen die von der Landesregierung zu genehmigen sind, stattfinden. Daß die Art, in der diese Regelung geschieht, von großer Bedeutung ist, ist einleuchtend. „Das erträglichste wäre, bemerkte Lotz† dazu, die Wahl der Mitglieder dem Börsenvorstand anheimzustellen und für diejenigen Mitglieder, welche als Vertreter der Gesamtheit mitwirken sollen, ein Bestätigungsrecht der Regierung vorzubehalten." Dadurch würde zugleich den Vorschlägen der BEC. Genüge geschehen. Ob jedoch diese Gliederung der Zulassungsstelle überhaupt nötig und zweckmäßig ist, wurde vielfach angezweifelt. Es muß allerdings zugegeben werden, daß man eine größere Uninteressiertheit durch die gedachte Gestaltung gewinnt, aber doch nur auf Kosten einer erwünschten Sachkenntnis. Und ob es ein Vorteil ist die Prüfung von den Schultern des sachkundigen Börsenhändlers auf die des nicht sachkundigen, weil nicht berufsmäßig mit dem Markte verknüpften Publikums abzuwälzen, erscheint zweifelhaft. Und ebenso zweifelhaft erscheint es, ob diese Ueberwachungssucht der Börse hier überhaupt gerechtfertigt ist. Es sollte doch nicht unbeachtet gelassen werden, daß

* cfr. Commissionsbericht a. a. O. S. 108.
** cfr. Weber a. a. O. S. 96.
*** cfr. S. 17.
† cfr. Lotz (Zeitschrift für Aktienrecht und Bankwesen. Jahrg. 1896 S. 81.)

die Konkurrenz der in der Zulassungsstelle sitzenden Bankiers einerseits und deren Sorge um ihre geschäftliche Existenz andererseits dem Publikum eine weit größere Sicherheit für die ihm empfohlenen Papiere bietet als die geplante Zusammensetzung der Zulassungsbehörde. Hatte doch die BEC. selbst die Ohnmacht und Bedeutungslosigkeit eingesehen, durch gesetzliche Vorschriften das inländische Kapital vor Verlusten zu bewahren und schließlich an die Ehrenhaftigkeit und Sorgfalt der Emissionshäuser appeliert.*

Der an einzelnen Börsen bestehenden Einrichtung, daß eine Beschwerde gegen das Urteil der Zulassungsstelle möglich ist, glaubte der Bundesrat Rechnung tragen zu sollen. Doch hielt er die Notwendigkeit, dies allgemein vorzuschreiben, nicht für vorliegend und überließ es daher den Börsenordnungen, über die Errichtung einer solchen Beschwerdeinstanz Maßnahmen zu treffen. Dieser Vorschlag ist neu, in der BEC. findet sich über einen Rekurs gegen das Urteil der Zulassungsbehörde nichts, doch ist der Vorschlag durchaus billigenswert.

2. Das von der Zulassungsbehörde einzuschlagende Verfahren wollte der Bundesrat nicht reichsgesetzlich regeln. Die Motive des Entwurfs bemerken dazu** „die sachlichen Voraussetzungen für die Zulassung und das Verfahren vor der Zulassungsstelle reichsgesetzlich festzulegen, erschien nicht angebracht, weil dieselben von wechselnden Bedürfnissen abhängig sind. Immerhin aber bedarf es der Einheitlichkeit in den wichtigsten Grundsätzen um deswillen, weil die Zulassung von Wertpapieren an der einzelnen Börse ihre Wirkungen meist weit über die mit dieser in direktem Verkehr stehenden Kreise hinaus äußert und sogar das gesamte Wirtschaftsgebiet des Reiches beeinflussen kann. In dieser Erwägung überweist der § 40 dem Bundesrat die Befugnis, Anordnungen zu erlassen, durch welche die Aufgaben der Zulassungsstelle und die Voraussetzungen der Zulassung näher bestimmt werden. Solche Anordnungen werden unter anderem in der Festsetzung eines Mindestbetrages des Grundkapitals für Unternehmungen, deren Werte zum Börsenhandel zugelassen werden dürfen, oder eines Mindestbetrages der einzelnen Stücke bei Zulassung ausländischer Wertpapiere bestehen können, wie dies in den Verhandlungen der EnqueteCommission zur Sprache gebracht und zum Teil in formulierte Vorschläge gekleidet ist.“ Der Entwurf steht auf diesem Gebiete im Einklang mit den Vorschlägen der BEC. Aber es erscheint doch zweifelhaft, ob das dem Bundesrat überlassene diskretionäre Ermessen vorteilhaft ist. „Aufgabe der Gesetzgebung ist es, nach Lotz***, die Befugnisse der Verwaltungsbehörden zu begrenzen.“ Bei der weitgehenden Bedeutung dieser Bestimmungen wäre eine reichsgesetzliche Festlegung derselben durchaus angebracht gewesen.

* cfr. Bericht der BEC. (S. 108).

** cfr. Begründung des Gesetzentwurfs. S. 48.

*** cfr. Lotz a. a. O. S. 82.

Neu ist im Entwurf die Vorschrift in § 36,* daß die Zulassungsstelle befugt sein soll, bereits zum Börsenhandel zugelassene Papiere von demselben wieder auszuschließen. Diese Maßnahme ist als Konsequenz der verschärften Haftung der Emissionshäuser zu verstehen und zu billigen.

In dem Verhältnis der Zulassungsstellen zu einander brachte der Entwurf im § 37*** Abs. 1 eine kleine Abweichung, oder besser eine Ergänzung zu den Vorschlägen der BEC. Es soll nämlich die ablehnende Zulassungsstelle in ihrem Bericht an die anderen Börsen angeben, „ob die Ablehnung mit Rücksicht auf örtliche Verhältnisse oder aus anderen Gründen erfolgt ist." Im ersteren Falle bedarf die Zulassung an einer zweiten Börse nicht der Zustimmung der ersten.

Ferner verpflichtete der Entwurf im § 37 Abs. 2,*** wie auch die BEC. schon für auswärtige Papiere vorgeschlagen hatte, jeden Antragsteller anzugeben, ob er sein Gesuch um Zulassung schon bei einer anderen Börse eingereicht hat. In diesem Fall soll das in Frage kommende Wertpapier nur mit Genehmigung der ersten Zulassungsstelle eingeführt werden dürfen. Diese Verallgemeinerung der Vorschläge der BEC. ist unbedenklich und zu billigen.

3. Was die Aufstellung der bei der Emission geltenden Gesichtspunkte betrifft, so hielt im § 38 der Bundesrat an dem in der BEC. vorgeschlagenen Prospektzwang fest.† Ausgedehnt wird im Entwurf die Reihe der nicht dem Prospektzwang unterliegenden Papiere. Der Bundesrat gestattete nämlich den Landesregierungen im § 38 Ab. 2†* neben den bereits in der BEC. vorgeschlagenen Papieren auch noch die beaufsichtigten Pfandbriefinstitute ohne Prospekt zuzulassen. Haben wir uns schon in dem betreffenden Teil der BEC.

* § 36 des Entwurfs lautet: Die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel erfolgt an jeder Börse durch eine Commission (Zulassungsstelle), von deren Mitgliedern mindestens der dritte Teil aus Personen bestehen muß, welche sich nicht gewerbsmäßig am Börsenhandel mit Wertpapieren beteiligen. Im übrigen werden die Bestimmungen über die Zusammensetzung der Zulassungsstelle sowie über die Zulässigkeit einer Beschwerde gegen deren Entscheidungen durch die Börsenordnungen getroffen. Die Zulassungsstelle ist befugt, zum Börsenhandel zugelassene Wertpapiere von demselben auszuschließen.

Die Zulassung deutscher Reichs- und Staatsanleihen darf nicht versagt werden.

*** Anm. § 37 lautet: Wird von der Zulassungsstelle einer Börse der Antrag auf Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel abgelehnt, so hat die Zulassungsstelle unter Angabe der Gründe den Vorständen der übrigen deutschen Börsen für Wertpapiere Mitteilung zu machen. Dabei ist anzugeben, ob die Ablehnung mit Rücksicht auf örtliche Verhältkisse oder aus anderen Gründen erfolgt ist. Im letzteren Falle darf die Zulassung von einer anderen Börse nur mit Zustimmung derjenigen Stelle erteilt werden, welche die Zulassung abgelehnt hat.

Der Antragsteller hat anzugeben, ob das Gesuch um Zulassung bereits bei einer anderen Börse eingereicht ist. Ist dies der Fall, so sollen die Wertpaviere nur mit Zustimmung der anderen Zulassungsstelle zugelassen werden.

† cfr. oben S. 19—20

†* Der Bundesrat bestimmt in § 38$_3$:

Für Schuldverschreibungen, bezüglich deren das Reich oder ein Bundesstaat die volle Garantie übernommen hat, und für Schuldverschreibungen kommunaler Körperschaften und kommunalständischer Kreditinstitute sowie der unter staatlicher Aufsicht stehenden Pfandbriefanstalten kann die Landesregierung von dieser Verpflichtung entbinden.

für die Beibehaltung des Prospektzwangs für kommunale Kreditinstitute ausgesprochen, so müssen wir diese für Pfandbriefinstitute unbedingt verlangen. Es ist nämlich sonst zu befürchten, daß Pfandbriefe in großen Serien auf dem Markte erscheinen, was durchaus nicht erwünscht ist.

Die sachlichen Voraussetzungen für die Zulassung festzulegen, erschien dem Bundesrat nicht angebracht wegen der Verschiedenheiten der einzelnen Börsen. Doch räumte der Entwurf dem Bundesrat das Recht ein, Anordnungen dieser Art zu erlassen. Wie aus den Motiven* hervorgeht, sollen sich diese Vorschriften vor allem erstrecken auf die Festsetzung eines Mindestbetrages des Grundkapitals und der einzelnen Stücke bei ausländischen Wertpapieren. So zweckmäßig es gewesen wäre, derartige Entscheidungen den Börsen selbst zu überlassen, so bedenklich erscheint aus dem oben angegebenen Grunde diese uneingeschränkte Machtbefugnis des Bundesrates (s. oben S. 26).

4. Die Bestimmungen über die Haftung der Emissionshäuser wurden vom Bundesrat im § 41** anders formuliert als dies von der BEC. geschehen war.*** Zunächst ist im Entwurf etwas präziser als in der Commission die solidarische Haftung der Emittenten für wissentlich falsche Angaben oder für wissentliche Verschweigung wesentlicher Thatsachen ausgesprochen. Diese Haftung soll nicht durch Vereinbarung ausgeschlossen werden können. Wie die BEC. vorgeschlagen hatte, soll auch nach dem Entwurf das Emissionshaus bei Unrichtigkeit des Prospekts für grobes Verschulden haften. Mit Recht empfahl dagegen der Entwurf nicht eine Haftung für das Weglassen wesentlicher Tatsachen, wie es die BEC. vorgeschlagen hatte, da, nach der Meinung des Bundesrates, die Frage, ob ein Umstand als wesentlich anzusehen ist, sehr zweifelhaft sein kann. Er will dafür eine Haftung bei böswilligem Verschweigen und im Falle böswilliger Unterlassung einer ausreichenden Prüfung eintreten lassen. Lotz† warf dieser Bestimmung Unklarheit und Zweideutigkeit vor. Vor allem hielt er den Begriff Böslichkeit für zu wenig klar, um daraus eine so folgenschwere Haftung konstruieren zu dürfen. Dem gegenüber weisen wir darauf hin, daß gerade der Begriff der böslichen Handlungsweise der Gesetzgebung durch viele Artikel des HGB. bekannt und durch

---

* cfr. Begründung des Entwurfs S. 49.

** § 41 des Entwurfs bestimmt über die Haftung folgendes

Sind in einem Prospekt, auf Grund dessen Wertpapiere zum Börsenhandel zugelassen sind Angaben, welche für die Beurteilung des Wertes erheblich sind, unrichtig, so haften diejenigen, welche den Prospekt erlassen haben, wenn sie die Unrichtigkeit gekannt haben oder ohne grobes Verschulden hätten kennen müssen, als Gesamtschuldner jedem Besitzer eines solchen Wertpapiers für den Schaden, welcher demselben aus der von den gemachten Angaben abweichenden Sachlagen erwächst. Das gleiche gilt, wenn der Prospekt infolge der Fortlassung wesentlicher Thatsachen unvollständig ist und diese Unvollständigkeit auf böslichem Verschweigen oder auf der böslichen Unterlassung einer ausreichenden Prüfung seitens derjenigen, welche den Prospekt erlassen haben, beruht.

Die Ersatzpflicht wird dadurch nicht ausgeschlossen, daß der Prospekt die Angaben als von einem dritten herrührend, bezeichnet.

*** S. oben S. 24.

† cfr. Lotz a. a. O. S. 82.

langjährige Rechtsprechung der obersten Gerichtshöfe in seiner Bedeutung festgestellt war. Auszusetzen ist dagegen mit Recht an dieser Formulierung der Haftung, daß der Entwurf es im Unklaren ließ, ob blos die als Emissionssyndikat unterschriebenen Häuser oder auch die im Prospekt als Zeichenstellen genannten Firmen haften.

Hinzugefügt wurde diesem Abschnitte eine Bestimmung, durch die klargestellt werden sollte, für welche Stücke das Emissionshaus haftbar ist. Die Haftbarkeit soll sich erstrecken nach § 42 Abs. 1* nicht blos auf die Stücke, die vom Emissionshaus selbst ausgegeben sind, sondern auf die sämtlichen Stücke des emittierten Wertpapiers, gleichviel von wem und wo sie eingeführt sind. Also auch dem Ausländer steht für diejenigen Stücke, welche auf Grund des Prospekts zugelassen sind, und die er durch ein im Inland abgeschlossenes Geschäft erworben hat, der Ersatzanspruch zu.**

Im übrigen stimmt der Entwurf bezüglich der Ersatzpflicht und Verjährungsfrist mit den Vorschlägen der BEC. überein.

Man muß eingestehen, daß bezüglich des Emissionswesens der Entwurf in manchen Punkten hinter den Vorschlägen der BEC. zurückstand. Mit Ausnahme der Haftung der Emissionshäuser zeigte dieser Abschnitt des Entwurfs weiter nichts als eine Reihe bundesrätlicher Vollmachten, die es vollkommen im Unklaren ließen, wie sie ausgenützt würden. Die von der BEC. vorgeschlagenen Erschwerungen der Zulassung der Aktien neu geschaffener Aktiengesellschaften fielen ganz fort; und ebenso die Vorschläge der BEC. über den Handel per Erscheinen. Nur hinsichtlich der Bestimmungen über die Haftung der Emissionshäuser

---

* § 42 Abs. 1 des Entwurfs lautet:

Die Ersatzpflicht erstreckt sich nur auf diejenigen Stücke, welche auf Grund des Prospekts zugelassen und von dem Besitzer auf Grund eines im Inland abgeschlossenen Geschäfts erworben sind.

** Die Motive a. a. O. bemerken dazu:

Da ein Wertpapier oft nicht nur von einem Emissionshause, sondern zu gleicher Zeit von verschiedenen Häusern des In- und Auslandes eingeführt wird, so bedarf noch die Frage, für welche Stücke das einzelne Emissionshaus haftbar ist, der Klarstellung. Uebernommen wird die Verantwortung durch Erlaß des Prospekts; die Unrichtigkeit desselben übt aber i re Wirkung nicht nur bei den Stücken, die von dem Emissionshause ausgegeben sind, welches den Prospekt erlassen hat, sondern bei sämtlichen Stücken des emittierten Wertpapiers, gleichviel von wem und wo sie eingeführt sind. Die Haftung des wegen Veröffentlichung des Prospekts zum Schadenersatz Verpflichteten kann daher in Fällen der gedachten Art auf die von ihm selbst ausgegebenen Stücke nicht eingeschränkt werden, zumal da das einführende Geschäftshaus durch Vorschieben anderer Firmen, welche die Ausgabe der Stücke ganz oder zum Teil bewirkt haben, den beabsichtigten Schutz des Publikums leicht vereiteln könnte. Die Ersatzpflicht muß vielmehr grundsätzlich auf sämtliche auf Grund des Prospekts zum Börsenhandel zugelassene und lieferbare Stücke erstreckt werden. Da aber die Ersatzpflicht in dem Prospekt selbst ihre Grenze findet, insofern von ihr immer nur die auf Grund des Prospekts zum Börsenhandel zugelassenen Stücke ergriffen werden, so kann der Emittent seine Haftung auf die von ihm selbst eingeführten Stücke dadurch beschränken, daß er schon in dem Antrage auf Zulassung des Wertpapiers und sodann im Prospekt die Nummern oder die Serie, welche den Gegenstand der Emission bilden sollen, bezeichnet und die danach seiner Haftung unterliegenden Stücke kenntlich macht. Dann werden nur die so bezeichneten Stücke zum Börsenhandel zugelassen und sind nur sie lieferbar.

machte sich der Bundesrat die Vorschläge der Commission zu Nutze. Alles in allem enthielt der Entwurf eine starke Abschwächung gegenüber den Grundsätzen, welche die BEC. aufgestellt hatte.

III.

Die Reichstagskommission kehrte im wesentlichen zu den Vorschlägen der BEC. zurück, die dann auch vom Plenum des Reichstages angenommen wurden.

1. Was zunächst die Organisation der Zulassungsbehörden betrifft, so findet sich die von der BEC. und vom Bundesrat vertretene Ansicht, daß durch deren Zusammensetzung die Interessen des Publikums gewahrt werden müßten, im Gesetz ebenfalls. Aber gegenüber der Vorlage, welche vorschreibt, daß mindestens der dritte Teil der Mitglieder der Zulassungsstelle aus Personen bestehen muß, welche sich nicht gewerbsmäßig am Börsenhandel mit Wertpapieren beteiligen, hielt die IX. Commission die Erweiterung der außerhalb des Börsenhandels stehenden Mitglieder auf die Hälfte für geboten. Außerdem war die Commission der Ansicht, daß lediglich der Ausschluß solcher Personen, welche sich nicht gewerbsmäßig am Börsenhandel mit Wertpapieren beteiligen, für eine angemessene Sicherung der Interessen der Käufer solcher Wertpapiere nicht genüge, deshalb bestimmte sie, daß die eine Hälfte der Mitglieder der Zulassungsstelle aus Personen bestehen müsse, die nicht ins Börsenregister eingetragen sind. Die Commission nahm dabei an, daß alle gewerbsmäßig am Börsenhandel mit Wertpapieren beteiligten Personen sich in das Börsenregister eintragen lassen würden.

Daraufhin erhielt der 1. Absatz des § 36 folgende Fassung:

> „Die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel erfolgt an jeder Börse durch eine Commission (Zulassungsstelle), von deren Mitgliedern mindestens die Hälfte aus Personen bestehen muß, welche nicht ins Börsenregister für Wertpapiere (§ 51) eingetragen sind."

Diese entschieden auf dem Boden der BEC. stehende Bestimmung ist aber fast gegenstandslos geworden, weil nämlich in das unten noch zu besprechende Börsenregister* nur verschwindend wenige Eintragungen, an vielen Plätzen überhaupt gar keine erfolgen. Da außerdem im Gesetz für die Vertreter des Publikums nicht, wie es die BEC. ausdrücklich gewünscht hatte,** die Bestätigung der Regierung verlangt wird, so ist die Absicht der BEC., einen Schutz des Publikums vor Schaden bringenden Emissionen durch eine Beteiligung uninteressierter, außerhalb der Börse stehender Personen an der Zulassungsstelle herbeizuführen, direkt hinfällig geworden.

Indessen ist diese unfreiwillige Aenderung nicht zu beklagen. Wir haben schon oben darauf hingewiesen, daß eine rein aus kaufmännischen Mitgliedern bestehende Zulassungsstelle die Interessen des Publikums

---

* cfr. S. 113.

** S. oben S. 18.

weit besser wahrzunehmen imstande ist, als die von der BEC. empfohlene (s. oben S. 25, 26). Der Erfolg hat unsere Behauptung bestätigt; es haben sich gegen die Wirksamkeit der Zulassungsstelle des Gesetzes, in Berlin wenigstens, keinerlei Klagen eingestellt.

Hinzugefügt wurde von der Reichstagscommission in § 36 Abs. 2:

„Von der Beratung und Beschlußfassung über die Zulassung eines Wertpapiers zum Börsenhandel sind diejenigen Mitglieder ausgeschlossen, welche an der Einführung dieses Wertpapiers in den Börsenhandel unmittelbar oder mittelbar beteiligt sind."

Die Zweckmäßigkeit dieser Bestimmung leuchtet ein; es ist nur recht und billig, daß niemand in eigener Sache entscheiden darf.

Ferner wurde von der Reichstagscommission der Antrag angenommen:

„für die ausscheidenden Mitglieder sind Stellvertreter nach näherer Bestimmung der Börsenordnung zu berufen."

Zur Begründung wurde ausgeführt (S. 1460), daß von den Vertretern der Börseninteressenten sich stets auf Grund der Bestimmung im Abs. 2 ein Teil von der Beratung und Beschlußfassung fern halten müßte, sodaß das Verhältnis der Mitglieder der Zulassungsstellen zu einander zum Nachteil der Börseninteressenten wesentlich verschoben würde. Eine derartige Zusammensetzung der Zulassungsstelle entspräche aber nicht den bei der Beschlußfassung über Absatz 1 zum Ausdruck gelangten Ansichten der Commission, und sei auch nicht zu rechtfertigen, da die Emissionshäuser im allgemeinen die größten Erfahrungen auf dem Gebiete der Emissionsthätigkeit hätten, und die Interessen der Börse bei der Entscheidung über die Zulassung auch eine angemessene Vertretung erheischen.

Diese beiden letzten Bestimmungen des Gesetzes im § 36 Abs. 2 sind den Vorschlägen der BEC. gegenüber neu. Aber sie sind im Sinne dieser Commission erlassen, da sie von deren Absicht, den Interessen des Publikums gerecht zu werden, getragen sind.

Aufgenommen* wurden von der IX. Commission in das Gesetz

---

* Zur Begründung wurde von der Reichstagscommission (S. 1460) auf die Notwendigkeit hingewiesen, die Rechte und Pflichten der Zulassungsstelle in dem Gesetz selbst festzustellen, weil dann die Zulassungsstelle die Interessen des Publikums wirksamer würde wahren können. Insbesondere müsse durch das Gesetz selbst ausgesprochen werden, daß die Zulassungsstelle berechtigt und verpflichtet sei, die Mitteilung aller thatsächlichen und rechtlichen Verhältnisse, die für die Beurteilung der zu emittierenden Wertpapiere notwendig seien, zu fordern und die Zulassung abzulehnen, wenn der Prospekt in dieser Beziehung wesentliche Lücken enthielte oder es sich um Emissionen handle, durch welche erhebliche allgemeine Interessen geschädigt würden oder welche offenbar zu einer Uebervorteilung des Publikums führten, auch daß die Zulassung ohne Angabe von Gründen abgelehnt werden dürfe. Wie aus den Verhandlungen der Sachverständigen in der BEC. hervorginge, beständen in kaufmännischen Kreisen vielfach Zweifel darüber, ob die für die meisten Börsen schon jetzt bestehenden Zulassungsstellen überhaupt das Recht hätten, Wertpapiere von der Zulassung auszuschließen, wenn die Prospekte inbezug auf die zur Beurteilung notwendigen Angaben unvollständig seien oder wenn durch die beabsichtigte Einführung erhebliche allgemeine Interessen geschädigt seien oder offenbar eine Uebervorteilung des Publikums vorliege.

Diese Rechte der Zulassungsstelle müßten durch das Gesetz selbst völlig außer Zweifel gestellt werden, zumal nach den bisher gemachten Erfahrungen die Zulassungsstellen nicht selten in die Lage kämen, von diesen Rechten Gebrauch zu machen."

wieder die Bestimmungen über die Rechte und Pflichten der Zulassungsstelle, welche die BEC. vorgeschlagen hatte*. Diese hatte zwar nicht ihre Vorschläge für die Aufnahme ins Gesetz geeignet gehalten; es ist das aber noch wegen der Wichtigkeit dieser Bestimmungen durchaus nötig. Den besonderen Bedürfnissen der einzelnen Börsen wird im BG. dadurch Rechnung getragen, daß dem Bundesrat im § 40 Abs. 2 (§ 42 Abs. 2) die Befugnis zuerteilt ist, eventuell weitere Bestimmungen über die Zulassungsstelle zu treffen.

Hinsichtlich des Verhältnisses der Zulassungsstellen zu einander zeigt das Gesetz bis auf eine kleine redaktionelle Aenderung Uebereinstimmung mit der Regierungsvorlage und damit auch mit der BEC. Es wurden von der IX. Commission im § 37 (s. oben S. 27 Anm.) der Klarheit halber die Worte „unter Angabe der Gründe" gestrichen.

2. Für die bei der Emission geltenden Voraussetzungen hatte der Bundesrat keine direkten Vorschläge gemacht, sondern eine bundesrätliche Regelung der Materie befürwortet. Der Reichstag in Commission und Plenum stimmte dem nicht bei, sondern setzte im Anschluß an die Vorschläge der BEC.** im § 38 Abs. 3 (§ 38 Abs. 1 BG.) fest:

> „Nach Einreichung des Antrages auf Zulassung ist derselbe von der Zulassungsstelle unter Bezeichnung der Einführungsfirma, des Betrages, sowie der Art der einzuführenden Wertpapiere zu veröffentlichen. Zwischen dieser Veröffentlichung und der Genehmigung des Prospekts muß eine Frist von mindestens sechs Tagen liegen."

Für die Notwendigkeit der reichsgesetzlichen Regelung der Materie führte die Reichstagscommission an (S. 1463), daß es an sich zwar richtiger wäre, das weitere Verfahren für die Zulassung von Wertpapieren und die Festsetzung der innezuhaltenden Fristen der Regelung durch die Börsenordnung zu überlassen, zumal die Fristen nicht für alle Arten von Wertpapieren einheitlich zu normieren sein würden; z. B. läge kein Grund vor, für Kommunalanleihen so lange Fristen festzusetzen, auch ausländische Staaten könnten durch die Festsetzung zu langer Fristen von den deutschen Börsen ferngehalten werden.

Es empfehle sich daher nur die in jedem Fall einzuhaltende Frist durch das Gesetz festzulegen, im übrigen aber die Regelung dem Bundesrat oder den Börsenordnungen zu überlassen.

3. Im Anschluß an die Vorschläge der BEC. und des Bundesrats hielten die Reichstagscommission und der Reichstag an dem Prospektzwang fest.

Die vom Bundesrat vorgesehene Ausdehnung der Befreiung vom Prospektzwang auf beaufsichtigte Pfandbriefinstitute wurde leider im § 38 Abs. 4 (§ 38 Abs. 2 BG.) in das Gesetz übernommen.

Insofern findet auch hier ein Rückgreifen auf die Vorschläge der BEC. statt, als im § 38 Abs. 1 (§ 38 Abs. 2 BG.) reichsgesetzlich für

---

* cfr. Anm. oben S. 22.

** cfr. oben Anm. S. 27 Anm.

Konvertierungen und Kapitalerhöhungen die Einreichung eines Prospekts verlangt wird. Die Gründe, welche die Reichstagscommission auf S. 1462 für die Notwendigkeit dieser Maßnahmen anführte, waren dieselben, welche schon die BEC: dafür geltend gemacht hatte.

In Berücksichtigung ähnlicher Vorschläge der BEC. fügte die IX. Commission im § 38 Abs. 2 diesem Abschnitt die Bestimmung hinzu:

> „Der Prospekt muß den Betrag, welcher in den Verkehr gebracht sowie den Betrag, welcher vorläufig vom Verkehr ausgeschlossen werden soll und die Zeit, für welche der Ausschluß erfolgen soll, ersichtlich machen."

Die Notwendigkeit einer derartigen Bestimmung wurde von der IX. Commission damit begründet (S. 1462), daß namentlich bei einer Einführung von industriellen Wertpapieren vielfach Vereinbarungen zwischen den Besitzern der Aktien und den emittierenden Bankhäusern getroffen würden, wonach erstere sich für eine mehr oder minder lange Zeit verpflichteten, ihren Besitz an Aktien oder Obligationen nicht an den Markt zu bringen. Infolgedessen sei oft der zur Einführung gelangende Betrag dieser Wertpapiere ein verhältnismäßig geringer und trete bei einer erhöhten Nachfrage eine Steigerung im Kurse ein, bis die Zeit verflossen sei, für welche sich die Besitzer großer Bestände zur Nichtveräußerung derselben verpflichtet hätten. Dann kämen oft große Massen solcher Papiere auf den Markt; dieselben würden entwertet und das Publikum würde in großem Umfange geschädigt."

Hinzugefügt wurde von der IX. Commission als Abs. 3 der § 38 (§ 39 Abs. 2 BG.) folgende Bestimmung:

> „Die Zulassung von Anteilscheinen oder Obligationen ausländischer Erwerbsgesellschaften ist davon abhängig, daß die Emittenten sich verpflichten, die Bilanz sowie die Gewinn- und Verlustrechnung nach Feststellung derselben in einer oder mehreren von der Zulassungsstelle zu bestimmenden deutschen Zeitungen zu veröffentlichen.

Zur Begründung dieser Bestimmung wurde auf die Bedeutung derartiger Veröffentlichungen hingewiesen. Dadurch erlange das Publikum eine zuverlässige Kenntnis über den gegenwärtigen Stand des Unternehmens und werde demgemäß in die Lage versetzt, den Wert der betreffenden Wertpapiere richtig beurteilen zu können.

Genauer als die BEC. und der Bundesrat präzisierte die Reichstagscommission im § 39* (§ 41 BG.) die Folgen der Nichtzulassung, indem sie für nicht zugelassene Papiere auch die Notierung in mechanisch hergestellten Preislisten verbot. Diese Bestimmung war nach Ansicht der Commission nötig, um zu verhindern, daß sich trotz der Nichtzulassung ein gewerbsmäßiger Handel außerhalb der Börsen organisiere.

* Der betreffende Teil des § 39 lautet: Auch dürfen für solche an der Börse abgeschlossenen Preislisten (Kurszettel) nicht veröffentlicht oder in mechanisch hergestellter Vervielfältigung verbreitet werden, soweit nicht die Börsenordnung für besondere Fälle Ausnahmen gestattet.

Mit Rücksicht auf gewisse Obligationen (Kreis- und Kleinbahn obligationen) soll die Börsenordnung in besonderen Fällen Ausnahmen gestatten dürfen. Die Notwendigkeit letzterer Bestimmung ist einleuchtend. Ohne diese würden solche Wertpapiere, da sie oft nur in so geringen Mengen vorhanden sind, daß sie das für die Zulassung zum Börsenhandel an den einzelnen Börsen vorgeschriebene Mindestmaß nicht erreichen, von dem amtlichen Handel an der Börse von vornherein ausgeschlossen sein. Dadurch aber würden nicht blos die Interessen der betreffenden Kommunalverbände sondern auch die des Privatpublikums auf das Empfindlichste geschädigt.

4. Die in der BEC. vorgesehene Erschwerung der Umwandlung von Unternehmungen in Aktiengesellschaften übernahm der Reichstag in Commission und Plenum im § 38a* (§ 39 BG.) Für die Notwendigkeit der Bestimmung führte die Reichstagscommission im wesentlichen dieselben Gründe an, welche schon die BEC. hervorgehoben hatte. (S. oben S. 20 Anm.)

Auf das Unzweckmäßige der Maßnahmen in dieser Allgemeinheit wurde schon oben hingewiesen (s. oben S. 21). Eine Verkürzung der Frist, die durch berechtigte Rücksichtnahme auf allgemeine Interessen geboten sein kann, soll die Landesregierung, wie auch die BEC. vorgeschlagen hatte, zugestehen können.

5. Ferner wurde in der IX. Commission auf die Notwendigkeit hingewiesen, Bestimmungen darüber zu treffen, welcher Mindestbetrag des Grundkapitals für die Zulassung von Aktien zum Handel an den einzelnen Börsen maßgebend sein solle. Ebenso sei es geboten, den Mindestbetrag der einzelnen Stücke der zum Handel an der Börse zugelassenen Wertpapiere festzusetzen. Letzteres sei um so erforderlicher, als, während das deutsche Aktiengesetz den Mindestbetrag der einzelnen Aktien, soweit es sich nicht um gemeinnützige Unternehmungen handelt, auf 1000 Mk. festsetzt, ein derartiger Mindestbetrag für außerdeutsche Aktienunternehmungen nicht bestände und demgemäß Aktien außerdeutscher Aktienunternehmungen von einem erheblich geringeren Betrage tatsächlich an den deutschen Börsen zugelassen würden (S. 1468). Demzufolge bestimmte die Commission in § 40 (§ 42 BG.):

> „Der Bundesrat bestimmt den Mindestbetrag des Grundkapitals, welcher für die Zulassung von Aktien an den einzelnen Börsen maßgebend sein soll, sowie den Mindestbetrag der einzelnen Stücke der zum Handel an der Börse zuzulassenden Wertpapiere."

Dazu wurde gefügt, um außer Zweifel zu stellen, daß, soweit allgemeine Bestimmungen über die Aufgaben der Zulassungsstelle und über die Voraussetzungen der Zulassung vom Bundesrate nicht getroffen

* § 38a lautet: Die Zulassung von Aktien eines zur Aktiengesellschaft oder zur Kommanditgesellschaft auf Aktien umgewandelten Unternehmens zum Börsenhandel darf vor Ablauf eines Jahres nach Eintragung der Gesellschaft in das Handelsregister und vor der Veröffentlichung der ersten Jahresbilanz nebst Gewinn- und Verlustrechnung nicht erfolgen.

In besonderen Fällen kann diese Frist von der Landesregierung ganz oder teilweise erlassen werden.

sein sollten, die Landesregierungen derartige ergänzende Bestimmungen zu erlassen befugt seien als § 40 Abs. 3 (§ 42 Abs. 3 BG.).

„Die Befugnis der Landesregierung, ergänzende Bestimmungen zu treffen, wird hierdurch nicht berührt; diese Bestimmungen sind dem Bundesrate mitzuteilen."

6. Den Handel per Erscheinen, über welchen der Bundesrat keinerlei Bestimmungen getroffen hatte, verbot der Reichstag in Commission und Plenum im § 38b (§ 40 BG.) im Anschluß an den betreffenden Vorschlag der BEC. (s. oben S. 23.) Die Gründe, die ihn zu diesem Verbot veranlaßten, waren im großen und ganzen die gleichen, welche die BEC. schon dafür angeführt hatte.

Angebracht ist es vielleicht an dieser Stelle, einen Blick zu werfen auf die Art der Zuteilung, welche in Deutschland beobachtet wird. Bei uns pflegt die Emissionsstelle derartig zu verfahren, daß sie von einem bestimmten Zeitpunkt an zu einem gewissen Emissionskurs Zeichnungen entgegennimmt. Hierbei kommt es vor, daß Leute für 100000 Mk. zeichnen müssen, um vielleicht 1000 Mk. zu erhalten. Zur Beseitigung dieses Uebelstandes möchte sich empfehlen die Einführung des englischen Zeichnungsverfahrens. In England offeriert das Emissionshaus eine Anleihe unter der Erklärung, Offerten von einem von ihr fixierten Minimalkurs an anzunehmen. Die Maximalofferten werden angenommen, die Durchschnittsofferten repartiert. Dadurch würde einmal das Konzertzeichnertum von den seriösen Kapitalisten verdrängt. Außerdem würde bei Staats- und Kommunalanleihen, deren Erfüllungspflicht garantiert wird, Staat und Kommunen ein Agiogewinn zufließen, der sicher mehr wert ist als eine vielfache Ueberzeichnung.

7. Die Bestimmungen über die Haftung der Emmissionshäuser nahm der Reichstag in der Form der Regierungsvorlage mit einigen redaktionellen Aenderungen an. Von einigen Mitgliedern der Reichstagscommission wurde eine noch schärfere Haftung verlangt. Sie wünschten, daß die Emissionshäuser inbezug auf die Richtigkeit und Vollständigkeit des Prospekts die gleiche Sorgfalt anwenden sollten, wie wenn es sich um den Erwerb von Wertpapieren für eigene Rechnung handle (S. 1469). Mit Recht aber wurde dies abgelehnt. Es wäre vollständig verkehrt gewesen, die Haftung zu sehr zu überspannen. Die diligentia quam in suis für die Prüfung des Prospekts zu verlangen, wie dies in erster Lesung der Reichstagscommission geschehen ist, hätte für unser Emissionswesen recht gefährlich werden können.

Hinzugefügt wurde von der Reichstagscommission § 44a (§ 47 BG.), demzufolge die Entscheidung über Ansprüche an das Emissionshaus dem Landgericht des Orts zugewiesen wird, an dem die Einführung des in Frage kommenden Wertpapiers erfolgt ist*. Zur Begründung wurde

* § 44a lautet: „Für die Entscheidung der Ansprüche aus den §§ 41—44 ist ohne Rücksicht auf den Wert des Streitgegenstandes ausschließlich das Landgericht des Ortes zuständig, an dessen Börse die Einführung des Wertpapiers erfolgte. Besteht an diesem Landgericht eine Kammer für Handelssachen, so gehört der Rechtsstreit vor diese. Die Revision, sowie die Beschwerde gegen Entscheidungen des Oberlandesgerichts geht an das Reichsgericht."

angeführt (S. 1471), daß sich im Börsensteuergesetz die gleiche Bestimmung finde, welche den Zweck habe, die Entscheidung prinzipieller Fragen den betreffenden Landgerichten und namentlich den an diesen befindlichen Kammern für Handelssachen zu übertragen. Auch bei der Haftung der Emissionshäuser liege ein dringendes Bedürfnis zum Erlaß der Bestimmung vor. Es liege auf der Hand, daß die Gerichte an denjenigen Orten, an denen Börsen beständen, die Börsenverhältnisse richtiger zu beurteilen vermögen, als kleine Amtsgerichte, welche fast nie in die Lage kämen, aus Börsengeschäften herrührende Streitigkeiten zu entscheiden. Im Interesse einer zuverlässigen und einheitlichen Rechtsprechung liege es demgemäß in den hier in Frage kommenden Streitigkeiten, die Entscheidung dem am Sitz der Börse befindlichen Landgericht und wo bei diesem eine Kammer für Handelssachen sich befände, dieser Kammer zu übertragen.

8. Schließlich wurde zu den Strafbestimmungen im § 72 Abs. 3 (§ 75 Abs. 3 BG.) hinzugefügt, daß mit Gefängnis und bis zu 15 000 Mk. derjenige bestraft wird, der in Prospekten oder öffentlichen Kundgebungen wissentlich unrichtige Angaben macht, „welche die Zeichnung oder den Ankauf oder Verkauf von Wertpapieren herbeiführen sollen. Die Reichstagscommission hielt diese Bestimmung für eine notwendige Folge der strafrechtlichen Verfolgung betrügerischer Beeinflussung der Börsen- oder Marktpreise. Verhindern wollte sie dadurch ferner, daß Bankhäuser, welche die Einführung von Papieren an der Börse vermeiden, solche durch öffentliche Aufforderungen an das Publikum bringen.

Das Gesetz stimmt in dem Abschnitt über das Emissionswesen, wie aus dem obigen hervorgeht, fast durchweg mit den Vorschlägen der BEC. überein. Zum Teil sind auch Anregungen, die in der BEC. gegeben waren, verwertet worden. Insofern ist das BG. auf diesem Gebiete eine gesunde Fortentwicklung der Vorschläge der Enquête Commission.

II. Kapitel.

Maklerwesen und Kursfeststellung.

I.

Die BEC. war sich bewußt der großen Bedeutung, welche eine richtige Kursfeststellung und die damit zusammenhängende Organisation des Maklerwesens für die Börsenbesucher und auch für viele Privatpersonen haben. Bei der Prüfung des von den einzelnen Börsen bisher eingeschlagenen diesbezüglichen Verfahrens stellte die Commission zwar fest, daß die äußeren Formen, in denen sich die Kursfeststellung an den verschiedenen Börsen vollzieht, erheblich von einander abweichen, immerhin aber erkannte sie an, daß die Börsenorgane es sich meist haben angelegen sein lassen, die Kursnotiz so zuverlässig wie möglich zu machen. Mit Rücksicht darauf und weil sie den einzelnen Börsen ihre Eigentümlichkeiten lassen wollte — das ist auch die Meinung von Pfleger* — nicht wie Baron annimmt**, aus Zweifel der Brauchbarkeit ihrer Vorschläge, empfahl die BEC. eine einheitliche Regelung der Materie nicht und ließ sie ihre Vorschläge nur als subsidäres Recht gelten***.

1. Bei der Aufstellung ihrer Vorschläge ging die Commission davon aus, daß sich einige Börsen eine falsche Auffassung des Begriffes des Börsenpreises und eine unzweckmäßige Feststellung desselben zu eigen gemacht haben. Der Kurs soll ein sicherer Anzeiger sein, der sagt, daß aus der Entwickelung von Angebot und Nachfrage, aus deren Umfang und Intensität sich als Ausdruck der Marktlage eine bestimmte Werthöhe ergibt. Der Commissionsbericht äußerte sich darüber auf S. 208 folgendermaßen. Als Börsenpreise im Sinne des HGB., insbesondere der Artikel 357 und 376 desselben, könnten keineswegs die einzelnen an der Börse bezahlten Preise angesehen werden, sondern der Börsenpreis sei der sich aus dem gesamten Geschäftsverkehr an der Börse ergebende Preis, der den gemeinen Wert der Ware darstelle." Diesen Anforderungen genügt nach der Ansicht der Commission am besten der Berliner Einheitskurs. Um zu erreichen, daß der Börsenpreis wirklich ein Spiegel der Marktlage ist, schlug die BEC. folgendes vor:

a) Bei der eminenten Bedeutung, welche die Preisnotierungen für viele Erwerbszweige haben, erschien es der Commission gerechtfertigt und notwendig, die Kurse unter amtlicher Kontrolle festzustellen. Dazu hielt sie in erster Reihe die Börsenbehörden für berufen. Da aber wegen der Mühseligkeit und Weitschichtigkeit der Aufgabe die Arbeit einer

* cfr. Pfleger Gschwindt: Börsenreform in Deutschland (in Münchener volkswirtschaftlichen Studien, Jahrg. 1896 S. 42 (Bd. 1).

** cfr. Baron: Die Börsen-Enquête in Archiv f. bürgerl. Recht, Bd. 9. S. 262.

*** Der Commissionsvorschlag lautet S. 17:

Vorbehaltlich der Befugnis der Landesgesetzgebung, abweichende Normen aufzustellen, sollen folgende Grundsätze gelten.

selbständigen Kursfeststellung einem ehrenamtlich wirkenden Börsencommissar nicht zugemutet werden kann, glaubte die BEC. diese Thätigkeit von den Spitzen der Börsenorgane abwärts in die Sphäre der Makler verschieben zu sollen. Nichtsdestoweniger aber hielt sie an der Notwendigkeit einer Kontrolle der Kursfeststellung durch die Börsenbehörden fest*.

b) Im allgemeinen Interesse befürwortete die BEC., daß bei der Preisfeststellung möglichst alle an der Börse abgeschlossenen Geschäfte Berücksichtigung finden, weil die Notierungen um so richtiger die wirkliche örtliche Geschäftslage zum Ausdruck bringen, je vollständiger das Material ist, auf welches sich die Kursmakler und die Börsenorgane bei Feststellung der Kurse stützen. Deshalb empfahl sie, daß die von andern als den Kursmaklern vermittelten, oder ohne jede Vermittlung an der Börse abgeschlossenen Geschäfte in ein an der Börse zu führendes Buch eingetragen werden. Diejenigen nicht von Kursmaklern abgeschlossenen Geschäfte, welche sich dieser Eintragung entziehen, sollten bei der Kursnotiz nicht berücksichtigt werden und auch von den sonstigen Vorteilen der Börseneinrichtungen ausgeschlossen sein**.

c) Des weiteren wurde von allen Seiten in der Commission die Wichtigkeit der Angabe derjenigen gehandelten Mengen, auf die sich die festgesetzten Kurse beziehen, anerkannt. Vornehmlich für den Terminhandel in Waren ist dies von Bedeutung. Der Bericht der BEC. bemerkte dazu S. 217: „Es ist für die Beurteilung der Geschäftslage nicht gleichgültig, ob zu einem bestimmten Preise 100 oder 1000 Tonnen verkauft sind. Nur wenn man wisse, auf welche Quantitäten sich der zur Notierung gelangte Preis beziehe, könne man dessen Bedeutung für den Warenverkehr richtig beurteilen." Allgemein diese Bestimmung vorzuschreiben, hielt die Commission nicht für zweckmäßig, da die Ausdehnung des Geschäfts in Wertpapieren die Erfüllung des Wunsches oft unmöglich mache. Deshalb empfahl sie*** die gedachte Feststellung und Veröffentlichung unbedingt nur bei Termingeschäften in Waren, bei sonstigen Waren und bei Wertpapieren nur, soweit die Verhältnisse der einzelnen Börsen es gestatten. Berührt wurde bei

* Der Vorschlag der BEC. heißt. S. 19:

Die amtliche Festlegung des Börsenpreises von Wertpapieren und Waren hat sowohl für Kassa- wie Zeitgeschäfte durch die Börsenbehörde und deren Organe zu erfolgen. Zur Mitwirkung hierzu sollen aus dem Kreise der Vermittler besondere Hilfspersonen (Kursmakler) ausgewählt werden, welche der Disziplin der Börsenbehörde unterstehen.

** Der betreffende Commissionsvorschlag lautet. S 19:

Die von anderen als den vorbezeichneten Hilfspersonen vermittelten oder ohne jede Vermittlung an der Börse abgeschlossenen Geschäfte sind auf Verlangen des Vermittlers oder eines der Kontrahenten in ein an der Börse zu führendes Buch einzutragen, widrigenfalls sie weder bei der Notiz berücksichtigt werden, noch die Vorteile der Börseneinrichtungen genießen sollen.

*** Der Vorschlag der BEC. (S 19) war:

Die Feststellung und Veröffentlichung der zu den einzelnen Preisen gehandelten Mengen, welche für die amtliche Notierung der Preise maßgebend waren, hat bei Waren auf Termin stets, bei sonstigen Waren und bei Wertpapieren, soweit thunlich, zu erfolgen.

dieser Angelegenheit die Notwendigkeit einer größeren Einheitlichkeit der Lieferungsbedingungen, insbesondere der Lieferungsqualität für Getreide. Doch glaubte die Commission zu dieser Frage keine Stellung nehmen zu sollen. Sie wollte die weitere Erörterung und Entscheidung darüber, ob und in welchem Umfang eine größere Einheitlichkeit auch in dieser Beziehung angängig und zweckmäßig sei, den weiteren Beratungen der beteiligten Kreise und den Entscheidungen den Staatsaufsichtsbehörden überlassen.

d) Die BEC. schlug ferner vor, an den Börsen, an welchen nicht Einheitskurse notiert werden, die Zeiträume, für welche die Preisnotiz geschieht, in kleinere Zeiteinheiten zu zerlegen und am Ende derselben die Kurse notieren zu lassen, welche sich für die vorangegangene Zeiteinheit ergeben.* Ein derartiges Verfahren wünschte sie namentlich zum Zweck der Kontrole der Commissionäre. Dadurch wird nämlich dem Publikum die Möglichkeit geboten, wenigstens annähernd festzustellen, ob die Aufträge in denjenigen Zeiträumen zur Ausführung gelangt sind, in denen sie nach der Zeit des Eingangs des Auftrages oder der Ausführungsanzeige hätten ausgeführt werden können.

e) Auch ist nach der Meinung der Commission bedenklich, daß, namentlich in dem Verkehr mit Wertpapieren, sich an den einzelnen Börsen erhebliche Verschiedenheiten in den Umrechnungsvaluten vorfänden, weil dadurch eine verschiedene Höhe der Kursnotiz bedingt werde. Um dem abzuhelfen, empfahl die BEC. den Erlaß von Bestimmungen durch den Bundesrat, um eine Einheitlichkeit der Umrechnung ausländischer Valuten herbeizuführen.** Sie ging von der Erwägung aus, daß das Publikum durch solche Verschiedenheiten getäuscht und demgemäß in seinen Interessen geschädigt werden kann. Auch für den Warenverkehr befürwortete die Commission einheitliche Grundsätze für die Notizen nach der Richtung hin, daß die gleichen Gewichte und die gleichen Maße zu Grunde gelegt werden.

f) Schließlich schlug die BEC. noch vor, daß die Bestimmung des Artikels 249d HGB., wonach bestraft wird, „wer in betrügerischer Absicht auf Täuschung berechnete Mittel anwendet, um auf den Kurs von Aktien einzuwirken", in berechtigter Konsequenz auch auf andere Effekten sowie auf Waren ausgedehnt werde.***

2. Ueber die zweckmäßigste Gestaltung des Maklerwesens gingen die Meinungen in der BEC. weit auseinander. Die Einen wünschten

* Der Commissionsvorschlag lautet. S. 19/20.
Wo für einen Zeitraum Kurse fortschreitend entsprechend den gemachten Abschlüssen notiert werden, ist dieser Zeitraum behufs möglichster Erkenntnis des Zeitpunktes der einzelnen Abschlüsse in verschiedene kleinere Zeiteinheiten zu zerlegen.

** Der Vorschlag der Commission lautet. S. 20.
Durch den Bundesrat sind Bestimmungen zu erlassen, um die erforderliche Einheitlichkeit der Notiz (Einheitlichkeit des den Notizen zu Grunde liegenden Quantums bei Waren und der für die Notizen maßgebenden Usanzen (bei Effekten) herbeizuführen.

*** Die BEC. sagt auf S 20:
Die im Art. 249d des HGB. enthaltene Strafbestimmung ist auch auf andere Börsenpapiere, sowie auf Waren auszudehnen.

das Institut der vereidigten Makler in seiner alten Strenge wiederherzustellen, die Anderen wollten das Gegenteil. Sie empfahlen, die Einrichtung der vereidigten Makler im Sinne des HGB. ganz zu beseitigen, da es nicht möglich sei, diese Personen auf eine rein vermittelnde Tätigkeit zu beschränken. Der Commissionsvorschlag* versuchte zwischen diesen beiden Extremen die Mitte zu halten. Das Institut der vereidigten Makler soll beseitigt werden, und das ist ein großer Vorzug des Vorschlages der Enquête-Commission gegenüber dem bisher Bestehenden. Nur diejenigen Makler sollen vereidigt werden, welche auch zur Kursfeststellung herangezogen werden; im übrigen ist das Maklergewerbe freizugeben. Die Kursmakler haben also begriffsmäßig bei der Ausübung ihres Berufes eine doppelte Funktion zu erfüllen. Sie entwickeln einerseits eine offizielle Thätigkeit in der Mitwirkung der amtlichen Festsetzung des Börsenpreises, andererseits eine private Thätigkeit in der gewerbsmäßigen Vermittlung von Börsengeschäften. Diesen Kursmaklern soll, und das ist die wichtigste Bestimmung der Commissionsvorschläge, das Recht gegeben werden, für eigene Rechnung Geschäfte abzuschließen und Bürgschaft zu leisten, soweit dies zur Ausführung der ihnen erteilten Aufträge nötig ist**. Daß infolge der Verleihung dieses Rechts die Makler in großem Umfang Spekulationsgeschäfte betreiben werden, glaubte die BEC. nicht annehmen zu müssen. Infolgedessen befürchtete die Commission auch nicht, daß durch diese Befugnis der Makler, die Spitzen zu übernehmen, die Unparteilichkeit und Objektivität, die man von ihnen bei der Kursfeststellung verlangen muß, geschädigt wird. Um aber einer solchen Entwicklung, die immerhin möglich ist, vorzubeugen, riet die BEC. eine ernsthaftere Kontrole als die bisherige über die Pflichterfüllung der Kursmakler einzuführen. Sie wünschte deshalb, daß in den Börsenordnungen Kautelen geschaffen werden, die zur Verhütung eines Mißbrauchs geeignet sind. Außerdem empfahl die Commission statt der Anstellung auf Lebenszeit, die sich als Uebelstand erwiesen hatte, eine solche auf kürzere Zeit. „Dadurch wird einerseits die Möglichkeit gegeben, stets die zuverlässigsten und tüchtigsten Personen aus dem Kreise der Vermittler zu Kursmaklern zu machen, andererseits wird es auch erleichtert, Personen, die für diese Zwecke nicht geeignet sind oder sich Verstöße zu Schulden kommen lassen, aus diesem Amte zu entfernen." Eine weitere Garantie für die Tüchtigkeit der Kursmakler

* Er heißt S. 19:

Die amtliche Feststellung des Börsenpreises von Wertpapieren und Waren hat sowohl für Kassa wie für Zeitgeschäfte durch die Börsenbehörde und deren Organe zu erfolgen. Zur Mitwirkung hierbei sollen aus dem Kreise der Vermittler besondere Hilfspersonen (Kursmakler) ausgewählt werden, welche der Disziplin der Börsenbehörde unterstehen. Dieselben sollen von der Staatsbehörde auf Vorschlag der Börsenorgane auf kürzere Zeit angestellt und vereidigt werden. Die Entlassung erfolgt durch die Staatsbehörden auf Vorschlag des Börsenvorstandes.

** Der Vorschlag der BEC. lautet auf S. 19:

Den Kursmaklern sollen eigene Geschäfte nur gestattet sein, soweit dies zur Ausführung der ihnen erteilten Aufträge nötig ist. Zwecks Befolgung dieser Bestimmungen haben die Börsenorgane nähere Vorschriften zu erlassen.

suchte die BEC. dadurch zu erlangen, daß sie der Börsenbehörde nur das Vorschlagsrecht, der Staatsbehörde das Ernennungsrecht einräumen wollte.

Anregungen, sich zu Ungunsten der Maklerbanken auszusprechen, lehnte die Commission ab. Sie war der Meinung, daß durch derartige Institute den Geschäften eine solidere Grundlage gegeben und die Spekulation selbst eingeschränkt wird.

Die Vorschläge der BEC. schlossen sich an das Bestehende an. Keiner derselben befürwortete, den Staat in bedeutungsvoller Weise zu einem Eingriff in den Börsenorganismus zu veranlassen. Der Regierungscommissar hat nicht die Pflicht, über die Kursfeststellung und über die Makler zu wachen. Das Prinzip der Selbstverwaltung der Börsen ist durchaus anerkannt und den Börsenbehörden wird das Vertrauen entgegengebracht, daß sie ohne Aufsicht eines Staatsbeamten in zweckentsprechender Weise ihres Amtes walten.

II.

Den Ausführungen und Beschlüssen der BEC. hat sich der Bundesrat in seinem Entwurf inhaltlich angeschlossen, nur formell hat er einige Aenderungen vorgenommen; unbeachtet ließ er die Warnungsrufe vom Gelehrten- und Handelsstand verhallen.

1. Auf dem Gebiete der Kursfestellung glaubte

a) der Bundesrat gleichfalls wie die BEC. mit Rücksicht auf die hanseatischen Börsen eine einheitliche Regelung der Materie nicht durchführen zu können. Nur insofern weicht der Entwurf von den Vorschlägen der Commission ab, als er dem Bundesrat im § 35 Abs. 1* ein Vorrecht der Landesregierung gegenüber einräumte, abweichende Bestimmungen in der Festsetzung des Börsenpreises zu treffen. Wenn der Bundesrat von seiner Machtbefugnis keinen Gebrauch macht, darf die Landesregierung nach wie vor ihre Verfügungen ohne weiteres treffen. Noch ein Recht legte der Entwurf dem Bundesrat bei, von dem in der Enquêtecommission nicht die Rede gewesen ist. Um nämlich zu verhüten, daß der börsenbehördlichen Feststellung des Preises solche Waren entzogen werden, hinsichtlich welcher Bedenken gegen eine amtliche Notierung des Börsenpreises nicht vorhanden sind, ist durch § 35 Abs. 2* dem Bundesrat die Befugnis beigelegt, „für bestimmte Waren eine amtliche Preisfeststellung vorzuschreiben." Für Wertpapiere hat sich — wie aus den Motiven (S. 20) ersichtlich — der Bundesrat „die gleiche Befugnis um deswillen nicht vorgesehen, weil die amtliche Fest-

---

* § 35 Abs. 1—2 lauten: „Der Bundesrat ist befugt:

1) eine von den Vorschriften im § 29 Abs. 1 und in den §§ 30 und 31 abweichende amtliche Feststellung des Börsenpreises von Waren oder Wertpapieren für einzelne Börsen zuzulassen;

2) eine amtliche Feststellung des Börsenpreises bestimmter Waren allgemein oder für einzelne Börsen vorzuschreiben.

Die Befugnis der Landesregierung zu Anordnungen der im Abs. 1 Ziffer 2 und 3 bezeichneten Art wird hierdurch nicht berührt, soweit der Bundesrat von seiner Befugnis keinen Gebrauch gemacht hat.

stellung des Börsenpreises bei einer großen Anzahl von Wertpapieren für die Interessen der Allgemeinheit nicht von solcher Bedeutung ist, wie bei zahlreichen Warengattungen, während andererseits schon die im § 68 gegebene Vorschrift, welche das Selbsteintrittsrecht des Commissionärs auf solche Wertpapiere beschränkt, bei denen ein Börsenpreis unter Mitwirkung amtlicher Organe festgestellt wird, auf eine Verallgemeinerung der amtlichen Feststellung des Börsenpreises in Wertpapieren hindrängt".

b) Von vielen Seiten wurde das in der BEC. vorgeschlagene Buch, in das die nicht von vereideten Maklern abgeschlossenen Geschäfte, die aber bei der Kursnotierung berücksichtigt werden sollten, einzutragen wären, verworfen. Mit Recht haben die Aeltesten der Berliner Kaufmannschaft in ihrem Bericht über die Beschlüsse der BEC.* darauf aufmerksam gemacht, daß schon aus technischen Gründen eine allgemeine Eintragung nicht stattfinden kann, daß aber vor allem eine Nichtberücksichtigung, der von anderen als den vereidigten Kursmaklern oder ohne jede Vermittlung an der Börse abgeschlossenen Geschäfte bei der Notierung zur Folge haben werde, daß der festgesetzte Börsenpreis nicht der wirklichen örtlichen Geschäftslage entspreche. Baron** machte auf einen anderen Fehler des von der BEC. vorgeschlagenen Verfahrens der Eintragung aufmerksam. Er zog nicht ohne Grund die Richtigkeit des Eingetragenen in Zweifel und betonte, daß man gerade hier den Grundsatz quisque praesumitur bonus, donec praebetur malus nicht zu weit treiben dürfe. Auch Weber*** hat sich in ähnlicher Weise ausgesprochen.

Der Bundesrat beachtete diese Mahnungen fast garnicht. Er schuf allerdings insofern eine Erleichterung gegenüber dem Vorschlage der BEC., als er im § 31† nur allgemein die schriftliche Form der Anzeige, nicht aber eine bestimmte Technik derselben verlangte. Aus den Motiven (S. 21) ist ersichtlich, daß der Bundesrat diese Aenderung vorgenommen hat, weil er von der Eintragung in das von der BEC. vorgeschlagene Börsenbuch und der damit verbundenen Aufdeckung der Geschäfte Nachteile für die Börsenbesucher fürchtete. Es brauchen also auch nach dem Entwurf die nicht durch Kursmakler vermittelten Geschäfte, sofern sie nicht schriftlich bei den kompetenten Personen angemeldet sind, bei der Preisfeststellung nicht berücksichtigt zu werden.

Des weiteren sollen ebenfalls nach § 31† derartige Geschäfte

* cfr. Gutachten der Aeltesten der Kaufmannschaft von Berlin zu den Beschlüssen der BEC. S. 41.

** cfr. Baron: Die Börsen-Enquête. (Archiv f. bürgerl. Recht. Bd. 9) S. 265.

*** cfr. Weber: Die Ereignisse der Deutschen Börsen-Enquête. (Zeitschrift f. d. gesamte Handelsrecht. Bd. 43, S. 511.)

† § 31 des Entwurfs lautet: „Wird ein ohne Vermittlung eines Kursmaklers abgeschlossenes Geschäft in Waren oder Wertpapieren, bei denen eine amtliche Feststellung des Börsenpreises erfolgt, nicht sofort von einer der Parteien oder dem Vermittler auf schriftlichem Wege zur Kenntnis des Börsenvorstandes oder eines Kursmaklers gebracht, so erwächst für das Geschäft ein Anspruch auf Berücksichtigung bei der Preisfeststellung nicht und bleibt von der Benutzung der Börseneinrichtungen ausgeschlossen."

— wie schon die BEC. vorgeschlagen hatte — von der Benutzung der Börseneinrichtungen ausgeschlossen sein.

Auch gegen diese Bestimmungen hatte man sich vielfach gewandt. Die Aeltesten der Berliner Kaufmannschaft* betonten, daß sich diese Entziehung als ein erfolgreiches Mittel zur Herbeiführung der gewünschten Eintragung kaum erweisen werde. Lotz** machte auf das Unparteiische dieser Ausschließung aufmerksam, indem nämlich dann für die Organe der Börseneinrichtungen — falls man darunter Schiedsgerichte, Sachverständige und Liquidationskassen verstehen soll — eine Pflicht geschaffen werden müßte, in jedem Einzelfall zu prüfen, ob eventuell ohne Kursmakler abgeschlossene Geschäfte zur Anzeige gebracht sind. Ob dies aber immer in der zu Gebote stehenden Zeit möglich ist, erscheint recht zweifelhaft.

Trotz dieser Warnungen zögerte der Bundesrat nicht, den betreffenden Vorschlag der BEC. in dem Entwurf aufzunehmen.

c) Schließlich glaubte der Bundesrat die Strafbestimmungen über die betrügerische Einwirkung auf den Börsen- oder Marktpreis gegenüber den Vorschlägen der BEC. verschärfen zu müssen, wegen der gemeinschädlichen Folgen, die eine solche Beeinflussung nach sich ziehen kann. Es soll nach § 72 Abs. 1*** neben einer Geldstrafe bis zu 10000 Mk. auf Verlust der bürgerlichen Ehrenrechte erkannt werden dürfen.

d) in den übrigen Punkten der Kursfeststellung stimmt der Entwurf mit den Vorschlägen der BEC. vollständig überein.

2. Ganz besonders heftig wurde, vornehmlich von Vertretern der Wissenschaft — der Handelsstand hat sich an dem Kampfe nicht beteiligt — die in der BEC. vorgeschlagene Gestaltung des Maklerwesens angegriffen. Man schätzte zwar den Vorschlag der Enquête-Commission, daß das Institut der vereidigten Handelsmakler abgeschafft werden soll, gebührend, aber auch an dem Wert der vereidigten Kursmakler zweifelte man außerordentlich. Man war vielfach der Meinung, daß die Befugnis der Kursmakler, die Spitzen zu übernehmen, mit der Unparteilichkeit und Objektivität, die man von ihnen verlangen müsse, unvereinbar sei, da die Kursdifferenz zweier Tage immer auf Rechnung des Maklers gehe.

a) Der Bundesrat anerkannte diese Bedenken, aber es gelang ihm nicht, eine befriedigende Lösung der sehr schwierigen Frage zu finden. Er schloß sich durch § 32 Abs. 1†

* cfr. a. a. O. S. 41.

** cfr. Lotz: Börsenreform. (Zeitschrift für Aktienrecht und Bankwesen. Jahrg. 1896, S. 50)

*** § 72 Abs. 1 lautet: „Wer außer dem Falle des Art. 249d Ziffer 2 des HGB. in betrügerischer Absicht auf Täuschung berechnete Mittel anwendet, um auf den Börsenpreis von Waren oder Wertpapieren einzuwirken, wird mit Gefängnis bis zu einem Jahr und zugleich mit Geldstrafe bis zu 10000 Mk. bestraft. Auch kann auf Verlust der bürgerlichen Ehrenrechte erkannt werden."

† § 32 Abs. 1 lautet: „Die Kursmakler dürfen in den Geschäftszweigen, für welche sie bei der amtlichen Feststellung des Börsenpreises mitwirken, nur insoweit für eigene Rechnung oder in eigenem Namen Handelsgeschäfte schließen oder eine Bürgschaft für die von ihnen vermittelten Geschäfte übernehmen, als dies zur Ausführung der ihnen erteilten Aufträge nötig ist. Die Gültigkeit abgeschlossener Geschäfte wird hierdurch nicht berührt."

des Entwurfes betreffs des Eigenhandels der Kursmakler den Vorschlägen der BEC. an.

b) Dagegen acceptierte der Bundesrat nicht den Vorschlag der BEC. über die Zeitdauer, für welche die Kursmakler zu bestellen sind. Er sah davon ab, die Anstellung für einen kürzeren Zeitraum vorzuschreiben, wie es die BEC. gethan hatte, weil er fürchtete, daß in diesem Falle der Kursmakler von dem Wunsche, seine Wiederwahl seitens des Börsenstandes befürwortet zu sehen, sich in seiner Geschäftsführung beeinflussen läßt. „Jedoch bleibt es der Landesregierung unbenommen, wie ausdrücklich in der Begründung des § 30* (S. 21) hervorgehoben wird, den von der BEC. anempfohlenen Weg der Anstellung auf einen bestimmten kürzeren Zeitraum zu wählen, falls sie dies nach Lage des Verhältnisses für unbedenklich und zweckmäßig erachtet. Jedenfalls ist der Enquête-Commission dahin beizutreten, daß die Landesregierung dem an der Preisfeststellung obwaltenden öffentlichen Interesse entspricht, wenn sie sich auf dem einen oder anderen Wege eine maßgebende Einwirkung auf die Dauer der Bestellung des Maklers vorbehält, um Kursmakler, die sich als nicht geeignet erweisen oder sich Verstöße zu Schulden kommen lassen, auch ohne disziplinares Verfahren entfernen zu können, und um fortdauernd die Möglichkeit zu behalten, die tüchtigsten Personen aus den Kreisen der Vermittler zu Kursmaklern zu bestellen."

c) Um zu verhüten, daß die vereidigten Kursmakler bei dem Abschluß die ihnen gezogenen Grenzen überschreiten, glaubte der Bundesrat die Kautelen, welche die BEC. dagegen geschaffen hatte, noch vermehren zu müssen. Er bestimmte daher im § 33 Abs. 2**, daß jeder Kursmakler ein mit fortlaufenden Seitenzahlen bezeichnetes Buch führen soll, in welches von ihm die einzelnen Geschäfte einzutragen sind und das nach seinem Tode oder seiner Amtsenthebung bei dem Börsenvorstande niederzulegen ist.

Aus dem Vorstehenden ergiebt sich, daß der Entwurf des Bundesrats vollständig auf den Ergebnissen der BEC. basiert. Auch er knüpft seine Bestimmungen ängstlich an das Bestehende an.

Der Bundesrat selbst war indessen nicht ganz frei von Zweifeln an der Zweckmäßigkeit seines Entwurfes. Dies folgte aus dem Mißtrauen, das er gegen die Zuverlässigkeit der Kursfeststellung und die bei dieser mitwirkenden Organe hegte. Trotzdem aber vermochte der Bundes-

* Gegenüber dem Vorschlage der BEC (s. oben Anm. S. 40) bestimmte der Bundesrat im § 30: „Zur Mitwirkung bei der amtlichen Feststellung des Börsenpreises von Waren und Wertpapieren sind aus dem Kreise der Vermittler besondere Hilfspersonen (Kursmakler) auszuwählen, welche der Aufsicht des Börsenvorstandes unterstehen.

Sie werden von der Landesregierung nach Anhörung der Börsenorgane bestellt und entlassen. Vor Antritt ihrer Stellung leisten sie den Eid, daß sie die ihnen obliegenden Pflichten getreu erfüllen wollen."

** § 33 Abs. 2 lautet:

„Das von dem Kursmakler zu führende Tagebuch muß vor dem Gebrauche Blatt für Blatt mit fortlaufenden Zahlen bezeichnet und dem Börsenvorstande zur Beglaubigung der Zahl der Blätter vorgelegt werden."

rat nur Garantieen zu schaffen, die von sehr zweifelhafter Wirkung sind. Seine Vorschläge betreffen nicht den Kern der Sache.

III.

Als dieser Entwurf dem Reichstag vorgelegt wurde, war sich dieser der Unvollständigkeit desselben voll bewußt. Gamp bezeichnete den Abschnitt „als den vielleicht schwächsten Teil der Vorlage". Graf Kanitz sagte von ihm, „der Vorschlag der Kursfeststellung ist kein vollkommener, aber wir haben keinen anderen Ausweg gefunden". Auch der Reichstag schloß sich in Commission und Plenum prinzipiell den Ausführungen der BEC. und des Bundesrats an und wich nur in untergeordneten Punkten von ihnen ab.

1. a) Zunächst nahm der Reichstag eine redaktionelle Aenderung oder vielmehr eine genauere Klarstellung des Begriffs Börsenpreis vor. Er glaubte in der Definition des Wortes den Ausdruck „gemeiner Handelswert", den die BEC. empfohlen hatte, nicht gebrauchen zu dürfen, da es namentlich bei Effekten oftmals unmöglich sei, den gemeinen Handelswert derselben festzustellen. Deshalb wurde in der IX. Commission beantragt, den Absatz 3 des § 29 folgendermaßen zu fassen:

> „Als Börsenpreis ist derjenige anzusehen, welcher der wirklichen Geschäftslage des Verkehrs an der Börse entspricht.

Dieser Antrag wurde von der Reichstagscommission angenommen und vom Plenum des Reichstags bestätigt.

b) Hatte schon der Bundesrat Mißtrauen gegen die Zuverlässigkeit der Kursfeststellung seitens der Börsenorgane gehegt, so war dies in verstärktem Maße im Reichstag der Fall. Um den außerhalb der Börse stehenden, aber doch an der Kursnotierung außerordentlich interessierten Personen gerecht zu werden, wurde von der Reichstagscommission im § 29 Abs. 1 eine Mitwirkung von Vertretern der beteiligten Berufszweige bei der Kursgestaltung in Aussicht genommen. Der Bericht der Commission bemerkt dazu (S. 1451): „Wenn es auch zweifelhaft sei, ob sich in allen Fällen geeignete Personen finden würden, denen neben dem Börsenvorstand eine Mitwirkung bei der amtlichen Preisfeststellung eingeräumt werden könnte, so liege es doch auf der Hand, daß die Preisfeststellung selbst vornehmlich der Waren, so erhebliche, außerhalb der Börse stehende Interessen, insbesondere die der Landwirtschaft und des Müllereigewerbes berühre, daß es prinzipiell berechtigt sei, die Mitwirkung von Vertretern anderer an der Preisfeststellung beteiligter Berufszweige zu fördern". Doch sah die Reichstagscommission davon ab, eine derartige Vertretung interessierter Personen bei der Kursfeststellung in allen Fällen zu verlangen, weil sie es für zweifelhaft hielt, ob die hierzu geeigneten Personen an jeder Börse zu finden seien. Sie überließ es deshalb den Börsenordnungen, Bestimmungen darüber zu treffen.*)

---

* § 29 Abs. 1—2 lautet: „Bei Waren oder Wertpapieren, deren Börsenpreis amtlich festgestellt wird, erfolgt diese Feststellung sowohl für Kassa- wie für Zeitgeschäfte durch den Börsenvorstand, soweit die Börsenordnung nicht die Mitwirkung von Vertretern anderer Berufszweige vorschreibt."

c) Demselben Mißtrauen an der Zuverlässigkeit der Kursfeststellung entspringt die Bestimmung (§ 29 Abs. 2) des Reichstags, daß dem Staatscommissar die Amtsbefugnis, über die Feststellung der Börsenpreise zu wachen, eingeräumt wird.* Wenn man auch dadurch den Makler in seiner Wirksamkeit und dienstlichen Stellung zugleich unabhängiger von den Börsenorganen machen wollte, wie aus dem Bericht der IX. Commission (S. 1452) hervorgeht, so ist doch der Hauptzweck dieser Bestimmung, daß der Staatscommissar, das öffentliche Interesse wahrnehmend, darauf bedacht ist, daß keinerlei Schwindeleien verübt werden, sondern daß der notierte Kurs der wirklichen Geschäftslage entspricht. So billigenswert dieser Gedanke an und für sich ist, so hat doch der Reichstag nicht daran gedacht, worauf allerdings Kanitz** in der Verhandlung aufmerksam machte, daß der eine Staatscommissar bei den etwa 50 Maklergruppen, die in Berlin sind, bei der Kursfeststellung wohl anwesend sein, aber keine Kontrole ausüben kann. Es ist denn auch eine bekannte Tatsache, daß die Kurse von den Maklern oft willkürlich festgesetzt werden. Hervorgehoben wird in demselben Absatz, daß bei der eigentlichen Preisfeststellung außer dem Staatscommissar und den daran amtlich beteiligten Personen niemand zugegen sein dürfe. Die Reichstagscommission hielt eine derartige Bestimmung für nötig, um die Kursmakler vor unberechtigtem Eingreifen solcher Börsenbesucher zu schützen, deren Wünsche in bezug auf Kursnotierungen von den Maklern nicht berücksichtigt werden.

d) Am Anschluß an ähnliche Vorschläge der BEC. und des Bundesrats lehnte die IX. Commission in erster Lesung den Antrag, den ohne Vermittlung eines Kursmaklers abgeschlossenen Geschäften einen Anspruch auf Berücksichtigung zu geben, ab. In zweiter Lesung stimmte die Commission dem zwar bei, aber sie betonte ausdrücklich, daß solchen Geschäften die Benutzung der Börseneinrichtungen (Schiedsgerichte, Sachverständigencommissionen 2c.) gestattet ist und daß, wenngleich ein Anspruch für sie auf Berücksichtigung bei der Feststellung des Börsenpreises nicht besteht, die Kursmakler und die Börsenorgane diese Geschäfte bei der Preisfeststellung berücksichtigen dürfen und berücksichtigen müssen, wenn die von den Kursmaklern abgeschlossenen Geschäfte ein richtiges Urteil über die Lage des Marktes nicht gestatten.

Um diese Auffassung deutlich zum Ausdruck zu bringen, beschloß die Commission in der zweiten Lesung dem § 31 folgende Fassung zu geben:

> „Bei Geschäften in Waren oder Wertpapieren kann ein Anspruch auf Berücksichtigung bei der amtlichen Feststellung des Börsenpreises nur erhoben werden, wenn sie durch Vermittlung eines Kursmaklers abgeschlossen sind. Die Berechtigung des

* „Bei der Feststellung darf außer dem Staatscommissar, dem Börsenvorstand, den Börsensekretären, den Kursmaklern und den Vertretern der beteiligten Berufszweige, deren Mitwirkung die Börsenordnung vorschreibt, niemand zugegen sein.'

** cfr. Verhandlungen des Reichstags, 9. Legislaturperiode, IV. Session, Stenograph. Berichte S. 205.

Börsenvorstandes, auch andere Geschäfte zu berücksichtigen, bleibt hierdurch unberührt",

die vom Plenum des Reichstags bestätigt wurde. Es ist diese Neuregelung als recht zweckmäßig zu betrachten. In den Vorschlägen der BEC. und des Bundesrats war außer Acht gelassen, daß nur dann die im freien Verkehr abgeschlossenen Geschäfte zur Kenntnis der Börsenorgane gebracht werden, wenn dies im Interesse der Beteiligten ist. Außerdem hätten beide Vorschläge gegenüber einem unzuverlässigen Börsenvorstand garnichts geholfen, während sie bei einem zuverlässigen nur zur Verwirrung gedient und den Hauptzweck erschwert hätten, daß nämlich unter Berücksichtigung aller ernsten Abschlüsse der Kurs festgestellt wird. Endlich kommt noch hinzu, daß ein nicht gerade schwerhöriger Börsenvorstand besser operieren kann, wenn er befreit ist von Instruktionen. „Es giebt eben gerade vornehmlich im Börsenleben Fälle, wie Lotz*) sagt, wo der bureaukratische Grundsatz quod non est in actis, non est in mundo eine brauchbare Aktionsgrundlage nicht darstellt. Aus diesen Gründen ist es mit Freuden zu begrüßen, daß hier der Reichstag entgegen den Vorschlägen der BEC. und des Bundesrats eine schlichte aber sachgemäße Lösung gefunden hat, indem er den an der Kursfesthaltung beteiligten Personen weitgehende Freiheit in der Berücksichtigung der nicht durch offizielle Kursmakler vermittelten Abschlüsse gibt.

Eine Abweichung von den Ansichten der BEC. hat durch diese Freigabe nicht stattgefunden. Im Gegenteil ist es dem Reichstag gelungen, den der Kursfeststellung zu Grunde liegenden Gedanken, daß nämlich der Kurs ein Abglanz der wirklichen Marktlage sein soll, weit besser in die Praxis umzusetzen, als dies der BEC. und dem Bundesrat in ihren Vorschlägen geglückt war.

e) Zweckmäßiger als die diesbezüglichen Vorschläge der BEC. (s. oben S. 38) und des Bundesrats (s. oben S. 43) ist auch die folgende Bestimmung des BG., trotzdem sie den Ansichten der BEC. direkt widerspricht. Diese und der Bundesrat hatten vorgeschlagen, daß im freien Verkehr abgeschlossene Geschäfte von der Benutzung der Börseneinrichtungen ausgeschlossen sein sollten, sofern sie nicht registriert resp. schriftlich bei den kompetenten Personen angemeldet waren. Schon oben** wurde auf das Zwecklose und Unpraktische dieses Vorschlags hingewiesen, und es ist entschieden als vorteilhaft zu bezeichnen, wenn die Reichstagscommission und der Reichstag auch derartigen Geschäften die Benutzung der Börseneinrichtungen gestatten, indem sie die betreffenden Bestimmungen der BEC. und des Bundesrats nicht ins BG. aufnahmen.

f) Die im Entwurf vorgesehene Strafbestimmung über die betrügerische Einwirkung auf den Börsenpreis wurde von der Reichstagscommission im § 71_1 (§ 75_1 BG.)*** konsequenter Weise auch auf den

---

* cfr. Lotz a. a. O. S. 50.

** cfr. oben S. 43.

*** § 75 Abs. 1 des BG. lautet: „Wer in betrügerischer Absicht auf Täuschung berechnete Mittel anwendet, um auf den Börsen- oder Marktpreis von Waren oder Wertpapieren einzuwirken, wird mit Gefängnis und zugleich mit Geldstrafe bis zu 15000 Mk. bestraft. Auch kann auf Verlust der bürgerlichen Ehrenrechte erkannt werden.

Marktpreis ausgedehnt. Was die eventuell eintretenden Strafen betrifft, so legte die Commission für die Gefängnisstrafe eine Grenze nicht fest und dehnte die Maximalhöhe der Geldstrafe auf 15 000 M. aus.

Als notwendige Folge dieser Bestimmung hob sie im § 75a (§ 81 BG.) den Artikel 249d HGB. auf.

Neu aufgenommen wurde von der Reichstagscommission § 72b, in dem die gesetzwidrige Veröffentlichung von Kurszetteln unter Strafe gestellt wird.

2. Hinsichtlich der vereidigten Kursmakler folgte der Reichstag in Commission und Plenum prinzipiell den Vorschlägen der BEC. und des Bundesrats.

a) Zu § 30 wurde in der Reichstagscommission der Antrag gestellt, im Absatz 1 die Worte „aus dem Kreise der Vermittler" zu streichen, damit auch solche Personen zu Kursmaklern ernannt werden könnten, die eine besondere Sach- und Fachkenntnis besäßen, die aber vorher keine vermittelnde Tätigkeit ausgeübt hätten. Der Antrag wurde angenommen.

Bei der zweiten Lesung wurde, um außer Zweifel zu stellen, daß die Kursmakler, so lange sie diese Tätigkeit ausüben, die Vermittlung von Börsengeschäften in den betreffenden Waren oder Wertpapieren betreiben müssen, beschlossen, den Eingang des § 30 wie folgt zu fassen:

> „Zur Mitwirkung bei der amtlichen Festsetzung des Börsenpreises von Waren und Wertpapieren sind Hilfspersonen (Kursmakler) zu ernennen. Dieselben müssen, so lange sie die Tätigkeit als Kursmakler ausüben, die Vermittlung von Börsengeschäften in den betreffenden Waren oder Wertpapieren betreiben."

Diese Fassung wurde auch vom Plenum des Reichstags acceptiert.

Ferner hatte der Reichstag in Commission und Plenum Bedenken, dem Börsenvorstand eine derartig weite Machtbefugnis in bezug auf die vereidigten Kursmakler einzuräumen, wie sie die BEC. und der Bundesrat vorgeschlagen hatten. Nach dem Schlußsatz des § 30 Abs. 1 des Entwurfes sollten die Kursmakler der Aufsicht des Börsenvorstandes unterstehen. Die Beseitigung dieses Zustandes hielt die IX. Commission im Interesse einer richtigen Kursnotierung für nötig, „da sich im Börsenvorstande häufig Personen befänden, die, an Vermögen und sozialer Stellung den Maklern meist weit überlegen, doch durch persönliche Interessen von der Kursfeststellung derselben berührt würden. Diesen Personen gegenüber befänden sich die Kursmakler in einer höchst schwierigen Lage, wenn sie Preise feststellen sollten, die den Interessen dieser Mitglieder des Börsenvorstandes nicht entsprächen." Die Commission hielt es deshalb für nötig, die Makler unabhängiger von den Börsenorganen zu machen. Sie tat dies im § 30 Abs. 2,* der auch ins Gesetz über-

* § 30 Abs. 2 lautet: „Eine Vertretung der Kursmakler (Maklerkammern) ist bei der Bestellung neuer Kursmakler und bei der Verteilung der Geschäfte unter die einzelnen Makler gutachtlich zu hören. Die näheren Bestimmungen über die Bestellung und Entlassung der Kursmakler und die Organisation ihrer Vertretung sowie über ihr Verhältnis zu den Staatskommissaren und den Börsenorganen werden von der Landesregierung erlassen.

nommen wurde. Dadurch wird eine Maklerkammer geschaffen, durch welche die Makler bei denjenigen Angelegenheiten, die ihre Interessen vorzugsweise berühren, insbesondere bei der Bestellung neuer Kursmakler und bei der Verleihung der Geschäfte unter die einzelnen Makler eine geeignete Mitwirkung und Vertretung gegenüber dem Börsenvorstand finden.

Doch überließ es die Commission wegen der verschiedenen Verhältnisse der einzelnen Börsen den Landesregierungen, Bestimmungen zu treffen über die Bestellung und Entlassung der Kursmakler, über die Organisation ihrer Vertretung und über ihr Verhältnis zu den Staatscommissaren und Börsenorganen. Der Commissionsbericht bemerkte noch hierzu: „es solle keineswegs ausgeschlossen werden, daß die Landesregierungen vor Bestellung oder Entlassung der Kursmakler die Börsenorgane hierüber gutachtlich hören, oder sich in bezug auf die Bestellung der Kursmacher Vorschläge von den Börsenorganen machen ließen. Es solle vielmehr nur ausgesprochen werden, daß für die Bestellung der Makler der Landesregierung die volle Verantwortlichkeit obliege und daß sie allein über die Entlassung derselben endgültig zu entscheiden habe."

b) Betreffs des Eigenhandels der Kursmakler schließt sich das BG. der Regierungsvorlage vollständig an. Doch hielt es der Reichstag für notwendig noch mehr Garantien als es der Bundesrat getan dafür zu schaffen, daß die Kursmakler die ihnen zugestandenen Rechte nicht mißbrauchen. Allgemein von den Kursmaklern zu verlangen, die für eigene Rechnung abgeschlossenen Geschäfte zu publizieren, wie dies in der ersten Commissionslesung vorgeschlagen wurde, glaubte der Reichstag jedoch in Berücksichtigung der verschiedenen Verhältnisse der einzelnen Börsen praktisch nicht durchführen zu können. Er überließ daher im § 32 Abs. 1 die Art der Kontrole den einzelnen Landesregierungen.*

Um die volle Unabhängigkeit der Kursmakler, auf welche im Interesse einer richtigen Preisnotierung Wert zu legen ist, in jeder Beziehung sicher zu stellen, wurde von der Reichstagscommission in § 32 Abs. 2** der Vorlage hinter „betreiben" hinzugefügt

> „auch nicht an einem solchen als Commanditist oder stiller Gesellschafter beteiligt sein, ebensowenig"

und vom Plenum des Reichstages bestätigt.

Nicht übernommen wurde von der Reichstagscommission der Vorschlag des Bundesrats, Geschäfte nicht anders als durch persönliche Entgegennahme seitens der Kursmakler gelten zu lassen und diesen zu verbieten, sich Vermittler zu bedienen. Von der Commission wurde darauf hingewiesen, daß diese Bestimmung praktisch undurchführbar, da die Ausdehnung des Geschäfts sehr wohl den Makler zwingen könne, Gehilfen anzunehmen und diese auch zur Vermittlung zu benutzen. Die

---

* Die betreffende Stelle des § 32 Abs. 1 lautet: „Die Landesregierung bestimmt, in welcher Weise die Beobachtung dieser Vorschrift zu überwachen ist."

** § 32 Abs. 2 der Regierungsvorlage lautet: „Die Kursmakler dürfen, soweit nicht die Landesregierung Ausnahmen zuläßt, kein sonstiges Handelsgewerbe betreiben; sie dürfen auch nicht zu einem Kaufmann in dem Verhältnisse eines Prokuristen, Handlungsbevollmächtigten oder Handlungsgehilfen stehen.

Aufhebung dieser Beschränkung erscheint durchaus angemessen; bei Aufträgen, welche Provinzialkunden den Kursmaklern direkt zugehen lassen, wäre die Befolgung der Forderung des Bundesrats von vornherein unmöglich gewesen.

Uebersieht man diese Entwicklung der Kursfeststellung und des Maklerwesens, so ist unverkennbar, daß der Entwurf sowohl wie das Gesetz aufs peinlichste den in der BEC. vorgezeichneten Bahnen gefolgt sind. Die im einzelnen getroffenen Abänderungen beschränken sich fast durchweg auf Ergänzungen oder Klarstellungen der Vorschläge der BEC., die ohne Zweifel im Interesse der Sache geboten waren. Nirgends haben wir jedenfalls in den Hauptpunkten Abweichungen prinzipieller Natur finden können.

Prüfen wir aber diesen Teil des BG. auf seine Zweckmäßigkeit hin, so muß das Urteil weniger günstig ausfallen.

Betreffs der Kursnotierung hat der Reichstag eben so wenig eine befriedigende Lösung gefunden wie die BEC. und der Bundesrat. Der Grund hierfür liegt darin, daß das BG. zu sehr generalisiert und zu wenig spezialisiert. Es hätte entschieden eine getrennte Behandlung des Effekten und Produktenhandels einerseits und des Termin- und Kassa- bezw. Lokogeschäfts andererseits vorgenommen werden müssen.

Ein Hauptmangel aber liegt in der Organisation des Maklerwesens. Hatten schon der Bundesrat und in noch verstärktem Maße der Reichstag Zweifel an der Unparteilichkeit und Objektivität der vereidigten Kursmakler gehegt und deshalb Kautelen aller Art geschaffen, so bewies die Folgezeit, daß die Zweifel nicht unbegründet waren, daß die Garantien so gut wie zwecklos sind. In welchem Maße die vereidigten Makler zum Teil für eigene Rechnung Geschäfte machen, erhellt daraus, daß verschiedene derselben Vermögen von Millionen besitzen, die sie doch wahrlich nicht durch die ihnen zustehende Curtage erwerben konnten. Zu beseitigen sind dergleichen Mißstände am radikalsten, wenn man die Preisfeststellung diesen aufs höchste daran interessierten Leuten wieder entzieht und direkt in die Hände von Börsencommissären legt. Will man nicht so weit gehen, so ist es doch unumgänglich notwendig, die Zahl der beobachtenden Staatscommissare zu vermehren und ihnen vor allem kaufmännisch gebildete Sachverständige zur Seite zu stellen, die den Verkehr und die Kursmakler genauer beobachten können.

Des weiteren ist es entschieden ebenfalls als Mangel zu bezeichnen, daß das Gesetz dem freien Makler gar keine Beachtung schenkt. Er ist durch keinerlei Bestimmungen eingeengt und kann so vor allem nach Herzenslust spekulieren. Und daß er es tut, beweist die Tatsache, daß die freien Makler zum Teil ganz ohne Gebühr handeln, also aus den Tagesdifferenzen ihre Einnahmen erzielen müssen. Der freie Makler spielt außerdem in Berlin keine geringe Rolle. Dies bezeugt der Umstand, daß in den Kurszetteln für die bedeutenderen Papiere sowohl im Kassenverkehr wie im Terminhandel Kurse für den freien Verkehr notiert werden.

Aus allen diesen Tatsachen folgt, daß für das Zustandekommen einer den Marktverhältnissen tatsächlich entsprechenden amtlichen Notiz auch jetzt noch keine größeren Garantien bestehen als vor dem Erlaß des Börsengesetzes.

III. Kapitel.

Commissionsgeschäft.

Die dritte Materie, in welcher das Reichsbörsengesetz mit den Ergebnissen der BEC. übereinstimmt, ist das Commissionswesen.

I.

Die BEC. anerkannte zunächst die Notwendigkeit der Commissionärs. Es wurde darauf hingewiesen, daß seine Tätigkeit nicht durch eine rechtliche Vorzugsstellung, sondern durch ein faktisches Privilegium bedingt wird. Das beweisen die Pariser Verhältnisse, wo der Zutritt zur Börse formell jedermann gestattet ist. Trotzdem aber muß der ontsider aus Mangel an Marktkenntnis einerseits, andererseits da die Börse seine Kreditwürdigkeit nicht kennt, sich der Klientel eines mit beiden ausgestatteten Vermittlers anschließen. Angegriffen wurde dagegen in der BEC. die Geschäftstätigkeit des Commissionärs, besonders die ihm zustehende Befugnis des Eigenhandels, das Selbsteintrittsrecht.*) Doch glaubte die Commission die Beseitigung dieses Rechts oder auch nur eine rechtliche Erschwerung desselben nicht empfehlen zu sollen. Denn wenn auch das Selbsteintrittsrecht namentlich dem gewissenlosen Com-

---

* Der Bericht hebt namentlich als Nachteile dieses Rechts hervor S. 223:
„Unleugbar erfolgt mittels der Kombination des Commissionsgeschäfts mit dem Selbsteintrittsrecht beim Commissionär ein Zusammentreffen einander entgegengesetzter Interessen, und die Lösung dieser Kollision erzeugt in vielen Fällen thatsächliche und juristische Schwierigkeiten. Im Einzelnen läßt sich nicht in Abrede stellen, daß das Recht zum Selbsteintritt im Vergleich zur einfachen, durch ein Ausführungsgeschäft mit Dritten zu vollziehenden Commission die Preisgebung der Interessen des Committenten an die Spekulation des Commissionärs zu eigenem Vorteil erleichtert. Ist dies der Fall, so läßt sich auch nicht leugnen, daß in den Kreisen, in denen die Tendenz zur Ausbeutung des Publikums durch Börsengeschäfte vorhanden ist, von dem Selbsteintrittsrecht im Sinne solcher Preisgebung Gebrauch gemacht wird. Im Wege des Selbsteintrittsrechts kann der Commissionär sinnlose Spekulationsaufträge zu eigenem Vorteil ausführen, sowie aus falschen Ratschlägen, die er den Kunden erteilt, zu dessen Nachteil Nutzen ziehen. Bewirkt er selbst eine Kurssteigerung, um unter Hinweis auf dieselbe Kunden zu Kaufaufträgen zu reizen, so fällt ihm durch den Selbsteintritt, nach welchem das Sinken des nur künstlich gesteigerten Kurses die billigere Anschaffung gestattet, die Frucht seines Vorhabens zu. Fälle dieser Art sind wiederholt vorgekommen. Auch erscheint glaubhaft, daß bei einzelnen sogenannten Commissionären den Hauptbestandteil ihrer Thätigkeit eine solche Handhabung der Geschäfte gebildet hat. Findet der Selbsteintritt statt, ohne daß sich der Commissionär durch ein Geschäft mit einem Dritten deckt, so zeigt sich der Interessengegensatz in den Fällen erforderlicher Erteilung des richtigen Rats behufs Abwicklung des Geschäfts und getreuer Ausführung des ferneren Auftrages, für die Deckung den günstigsten Zeitpunkt wahrzunehmen. Durch den Selbsteintritt wird der sogenannte Kursschnitt ermöglicht. Endlich entzieht der Selbsteintritt, soweit nicht durch denselben entgegengesetzte Aufträge im Wege der Kompensation zur Erledigung gelangen, die betreffenden Geschäfte der Einwirkung auf die Kursbildung, und verhindern damit, daß die zur Notierung gelangende Kursentwicklung, Angebot und Nachfrage entsprechend dem wirklichen Umfange im Verkehr vollständig wiedergiebt.

missionär eine Ausbeutung der Committenten und eine willkürliche Kursgestaltung gestattet, so ist es doch andererseits die einfachste, billigste und schleunigste Art der Geschäftserledigung. Bei Abwägung der Wichtigkeit dieser Momente kam die BEC. zu dem Ergebnis, daß das Selbsteintrittsrecht nicht nur den Interessen der Kommissionärs, sondern auch denen der Committenten entspricht. Deshalb beschränken sich die Vorschläge der BEC.* auf eine möglichste Klarstellung des Verhältnisses zwischen Commissionär und Committenten, insbesondere auch hinsichtlich der Preisfeststellung.

1. Diesem an sich gewiß berechtigten Standpunkt entsprach zunächst die vorgeschlagene Beschränkung des gesetzlichen Eigenhandels auf Waren und Wertpapiere, welche einen amtlich festgestellten Börsen- oder Marktpreis haben.** Die Beschränkung erschien als Konsequenz der Auffassung, daß die Garantie für die Richtigkeit eines Kurses nur in der Mitwirkung amtlicher Organe bei seiner Feststellung gefunden wird. Sie wurde von der Berliner Kaufmannschaft*** und vielen wissenschaftlichen Autoritäten als geeignet bezeichnet zur Vermittlung des Kursschnitts. Nur die Ham-

* Der Commissionsbericht bemerkt zu denselben im Allgemeinen (S. 234 „Werden demnach grundlegende Veränderungen in betreff des Selbsteintrittsrechts nicht vorgeschlagen, so verspricht sich die Commission doch allerdings Nutzen von einer größeren Klarstellung des Wesens des Selbsteintritts und einer festeren Regelung der Art seiner Ausübung durch gesetzliche Bestimmungen, welche gewisse, dem Treuverhältnis entsprechende, aber vielfach verkannte Grundsätze ausdrücklich aussprechen im Falle des Selbsteintritts bei verschiedenen Börsen oder Marktpreisen innerhalb derselben Börsen- oder Marktzeit den Zeitpunkt bestimmen, dessen Preis beim Selbsteintritt einzuhalten ist, und die zeither bestehende Ungewißheit für den Committenten, ob der als ausgeführt gemeldete Auftrag nach dem Willen des Commissionärs als durch Abschluß des Geschäfts mit einem dritten oder durch Selbsteintritt desselben ausgeführt zu gelten hat, beseitigen In diesem Sinne sind in den Beschlüssen der Commission zu V A 1—7 Änderungen und Ergänzungen des Art. 376 HGB. vorgeschlagen. Die eben da zu C und D gemachten Vorschläge betreffen das Commissionsverhältnis überhaupt, auch unter Absehen von Selbsteintritt, bezwecken aber insbesondere auch, dem selbsteintretenden Commissionär die Verpflichtung zur Treue einzuschärfen und eine Prüfung seines Verhaltens zu erleichtern.

** Der Vorschlag der Commission lautet S. 20:

In entsprechender Aenderung des Art. 376 HGB. sollen in betreff des Selbsteintrittsrechts des Commissionärs folgende Bestimmungen getroffen werden.

1. (an Stelle des jetzigen Absatzes 1 des Art. 376):

Bei der Commission zum Einkauf oder Verkauf von Waren, Wechseln und Wertpapieren, welche einen unter Mitwirkung amtlicher Organe festgestellten Börsen- oder Marktpreis haben, kann der Auftrag zum Abschluß des Geschäfts, wenn der Committent nicht ein anderes bestimmt hat, von dem Commissionär dadurch ausgeführt werden, daß derselbe sich verpflichtet, das Gut, welches er einkaufen soll, selbst als Verkäufer zu liefern, oder das Gut, welches er zu verkaufen beauftragt ist, als Käufer zu übernehmen.

2. (Absatz 2 des Art. 376) S. 20:

Im Falle solcher Ausführung des Auftrags ist die Pflicht des Commissionärs, Rechenschaft über die Abschließung des Kaufs oder Verkaufs zu geben, auf den Nachweis beschränkt, daß bei dem berechneten Preise der Börsenpreis oder Marktpreis zur Zeit der Ausführung des Auftrags eingehalten ist, der Commissionär zu der gewöhnlichen Provision berechtigt und kann die bei Commissionsgeschäften sonst regelmäßig vorkommenden Unkosten berechnen.

*** cfr. Gutachten der Aeltesten der Kaufmannschaft von Berlin zu den Beschlüssen der BEC S. 44.

burger Kaufmannschaft* verwarf diese Bestimmung, weil dadurch ein großer Teil des Warenhandels ihrer Kurse bedroht wurde. Bei den vielen Rücksichten, die die BEC. im übrigen auf die hanseatischen Börsen genommen hat, wäre es wohl auch hier angebracht gewesen, den Hamburger Sonderinteressen Rechnung zu tragen. Die Commission wies in ihrem Bericht besonders darauf hin, daß der Selbsteintritt nur die eine mögliche Art der Ausführung sei. Sie wollte durch ihren Vorschlag der Auffassung entgegentreten, die nach der Fassung des Art. 376 HGB. möglich gewesen ist, daß nämlich das Auftragsverhältnis im Falle des Selbsteintritts als nicht vorhanden angesehen werden könne, sich in eine eventuelle Offerte zu einem Kauf- resp. Verkaufgeschäft auflöse.

2. Ferner machte die BEC. darauf aufmerksam, daß der Selbsteintritt nicht durch einen innerlich bleibenden Entschluß, sondern nur durch eine zum Vernehmen seitens der Committenten abgegebene Erklärung des Commissionärs vollzogen werden kann.

Zugleich versuchte sie, diese in der Ausführungsanzeige abzugebende Erklärung so festzulegen, daß eine Spekulation des Commissionärs auf Kosten des Committenten verhindert wird.** Von praktischer Bedeutung war dieser Teil des Vorschlags nur für solche Börsen, an denen ein Einheitskurs nicht zur Notierung gelangt, und allgemein für den Terminhandel. Er bestimmte nämlich, daß der Commissionär den Preis derjenigen Zeit einzuhalten hat, zu welcher er die Anzeige von der Ausführung des Auftrages abgegeben hat.

Eine besondere Regelung bedurfte nach Ansicht der BEC. der Fall, daß die Ausführungsanzeige erst nach Schluß der Börse erfolgt. Die Commission glaubte hier nicht gestatten zu dürfen, daß der Commissionär ohne weiteres den Schlußkurs berechnet, da er alsdann auf diesen hin spekulieren könnte. Der Commissionär soll in diesem Fall nach der Wahl des Committenten statt des Schlußkurses den Durchschnitt der sämtlichen während der Börsenzeit festgestellten Kurse als Preis des Selbsteintrittsrechts ansetzen müssen.

3. Wenn der Committent die Wahl des Zeitpunktes der Ausführung dem Commissionär überläßt, so kann er die Berechnung des Kurses desjenigen Zeitpunktes fordern, von dem er den Nachweis erbringen kann, daß der Auftrag zu dem in diesem Zeitpunkt notierten Preise hätte aus-

* cfr. Gutachten der Handelskammer zu Hamburg über den Bericht der BEC. S. 1.

** Der Vorschlag der BEC. S. 20/21 heißt:

Bestehen innerhalb derselben Börsen- oder Marktzeit verschiedene Börsen- oder Marktpreise, so ist der Börsen- oder Marktpreis, dessen Einhaltung der Commissionär nachzuweisen hat, der Preis, welcher zu der Zeit bestand, zu welcher der Commissionär die Anzeige von der Ausführung des Auftrages behufs Absendung an den Committenten abgegeben hat. Ist dies in betreff eines Auftrages, welcher während der Börsen- oder Marktzeit auszuführen war, erst nach Schluß der Börse oder des Marktes geschehen, so ist entweder der Preis, der am Schluß bestand, oder, sofern dies für den Committenten günstiger ist, der sich aus der Vergleichung sämtlicher Börsen- oder Marktpreise während der Börse oder des Marktes ergebende mittlere Preis einzuhalten. Werden nach den Einrichtungen der betreffenden Börse innerhalb derselben Börsen- oder Marktzeit zu mehreren Malen einheitliche Preise festgestellt, so sind für die Feststellung des vom Committenten zu beanspruchenden mittleren Preises lediglich diese festgestellten Einheitspreise heranzuziehen.

geführt werden können.* Der Commissionär kann sich nicht auf das Recht des Eintritts zu einem beliebigen notierten Preise berufen, wenn ihm am Markt die Gelegenheit, das Geschäft zu einem günstigeren Preise abzuschließen, entgegengetreten ist. Bei Streitigkeiten soll nur der andere Preis an die Stelle des alten gesetzt werden; der Selbsteintritt wird davon nicht berührt, er bleibt bestehen, nur mit verändertem Preise.

4. In engem Zusammenhange mit diesem Vorschlage steht der folgende.** Wenn der Commissionär aus Anlaß des erteilten Auftrages ein Geschäft mit einem dritten zu einem günstigeren Preise abgeschlossen als er dem Committenten aufgegeben hat, so soll dem letzteren der günstigere Preis zustehen. Die Ausrede, er, der Commissionär, habe die freilich fehlgeschlagene Hoffnung gehegt, daß sich ein noch günstigerer Preis bilden werde, wollte die BEC. nicht gelten lassen. Sie hielt es für angebracht, solche Einwände eines für sich vorsichtigen, für den Auftraggeber nicht besorgten Commissionärs, nicht aufkommen zu lassen.

Nicht behandelt der Vorschlag die Möglichkeit, daß jemand mehrere gleichartige Aufträge erhalten hat und diese zum Teil zu günstigeren, zum Teil zu ungünstigeren Kursen ausführt. Der Bericht meint, daß der Commissionär in diesem Falle die günstigeren Kurse nach Belieben zuteilen könne; in der Praxis werde aber wohl der anständige Commissionär in einem Durchschnittskurs alle Committenten gleich behandeln.

5. Des weiteren wollte die BEC. die Ungewißheit über die Frage, ob der Commissionär vom Selbsteintrittsrecht Gebrauch macht oder nicht, beseitigen.*** Die Commission war der Meinung, daß die Unentschiedenheit darüber, ob Selbsteintritt stattgefunden hat oder nicht ein unklares, irreführendes Verhältnis schafft, daß aber vor allem eine Verschiebung der Mitteilung der Art der Ausführung leicht dazu dienen kann, eine betrügerische Rechenschaftsablegung schwerer kontrolierbar zu machen. Sie beschloß, bei Nichterklärung den Selbsteintritt anzunehmen; im andern Fall „würde der Commissionär, wenn er mal versehentlich die ausdrückliche Erklärung unterlassen, seinen Anspruch an den Committenten verlieren, weil er vielleicht keinen Abschluß mit einem dritten nachweisen kann. Eine Vereinbarung, derzufolge eine derartige Erklärung über den

* Der Commissionsvorschlag lautet S. 21:
Dem Committenten steht der Anspruch auf die Berechnung eines günstigeren Preises als des in Rechnung gestellten zu, wenn er nachweist, daß der Auftrag zu einem solchen Preise hätte ausgeführt werden können.

** Die BEC. schlägt vor S. 21:
Hat der Commissionär vor Absendung der Ausführungsanzeige aus Anlaß des erteilten Auftrages ein Geschäft mit einem dritten zu einem dem Committenten günstigeren Preise an der Börse abgeschlossen, als es der dem Committenten aufgegebene ist, so steht dem Committenten dieser günstigere Preis zu.
Die Bestimmung kann durch Vertrag nicht abgeändert werden

*** Die vorgeschlagene Fassung der BEC. lautet S. 21:
Erklärt der Commissionär nicht bei der Anzeige von der Ausführung des Auftrages ausdrücklich, daß ein Selbsteintritt nicht gewollt sei, so gilt die Ausführung des Auftrages als durch Selbsteintritt des Commissionärs erfolgt. Es kann nicht rechtsgültig vereinbart werden, daß die Erklärung darüber, ob Selbsteintritt oder Abschluß für Rechnung des Committenten mit einem dritten als Erledigung des Auftrages gelten soll, über den Tag der Ausführungsanzeige hinaus verschoben werden dürfe.

Tag der Ausführungsanzeige hinaus verschoben wird, soll rechtsungültig sein; wohl aber können die Parteien dem Stillschweigen durch besondere Abrede eine andere Bedeutung geben.

6. Gibt der Commissionär für den Fall des Abschlusses mit einem dritten mit der Ausführungsanzeige nicht zugleich dessen Namen an, so soll der Committent den Commissionär für die Erfüllung in Anspruch nehmen dürfen.*

7. Als Stütze und Handhabe aller dieser Vorschläge empfahl die BEC. die Einführung einer besonderen Liste,** die ein vom Commissionär gesetzlich zu führendes Handelsbuch sein soll. In diese sollen fortlaufend die erhaltenen Aufträge und bei jedem derselben die Art seiner Erledigung vermerkt werden. Die erforderlichen Eintragungen sollen bis zum nächsten Werktage unter Angabe des Datums der Eintragung erfolgen. Dem Committenten wollte die Commission das Recht einräumen, im Streitfalle die Vorlegung dieser Listen zu verlangen. Die BEC. versprach sich zugleich eine erzieherische Wirkung von der Pflicht zur Führung dieser Liste. „Der Commissionär kann seinen Committenten in betreff des Kurses nicht benachteilen, wenn er nicht falsch buchen will." Namentlich hoffte aber die Commission durch diese schriftliche Erklärung des Commissionärs zu verhindern, daß dieser sein Gewerbe zu eigenen Spekulationen ausnutzt.

8. Die fernern Vorschläge der BEC. befaßten sich mit der Regulierung des Pfandrechts, daß der Commissionär am Depot des Kunden hat.*** Eine Einschränkung des Pfandrechts glaubte die Commission nicht

---

* Der Commissionsvorschlag lautet S. 21:

(statt Abs. 3 des Art. 376) Macht der Commissionär, sofern die Ausführung des Auftrages nicht als durch Selbsteintritt erfolgt gilt, nicht zugleich mit der Anzeige über die Ausführung des Auftrages eine andere Person als Käufer oder Verkäufer namhaft, so ist der Committent befugt, den Commissionär als den für die Erfüllung des angezeigten Geschäftes selbst Haftbaren in Anspruch zu nehmen.

** Der betreffende Vorschlag der BEC. heißt S. 22:

Zu den gesetzlich von einem Commissionär zu führenden Handelsbüchern gehört, wenn derselbe Aufträge zum Einkauf oder Verkauf von Waren, Wechseln oder Wertpapieren, welche einen Börsen- oder Marktpreis haben, übernimmt, eine besondere Liste, in welche die einzelnen Aufträge zu Geschäften der bezeichneten Art und die einzelnen vom Commissionär zur Deckung dieser Geschäfte in den betreffenden Waren, Wechseln oder Wertpapieren abgeschlossenen Geschäfte unter Angabe des Abschlußpreises und des dritten Kontrahenten einzutragen sind. Die Liste hat ersichtlich zu machen, welche der abgeschlossenen Geschäfte für Rechnung eines der Auftraggeber in Ausführung seines Auftrages abgeschlossen sind, welche Aufträge Erledigung durch Kompensation gefunden haben und zu welchem Preise bei den einzelnen Aufträgen der Selbsteintritt stattgefunden hat. Die Eintragungen in die Liste sind bis zum Ablauf des nächsten Werktages nach Vornahme der betreffenden Akte zu bewirken und mit dem Vermerke des Tages der Eintragung zu versehen. Im Laufe eines Rechtsstreits mit dem Commissionär kann der Committent behufs Führung des Beweises über einen Streitpunkt die Vorlegung dieser Liste fordern.

*** Der Commissionsvorschlag lautet S. 21/22.

Bei Waren und Wertpapieren, welche einen Börsenpreis oder Marktpreis haben, darf, auch wenn nach Art. 311 HGB. oder Vertrag der Commissionär sich ohne gerichtliches Verfahren sich befriedigen kann, diese Befriedigung, abgesehen von den Fällen des Abs. 1 des Art. 312 nur im Wege eines Verkaufs in den Formen des Art. 311 HGB. stattfinden. Der Commissionär kann hierbei nur in einem öffentlich bekannt gemachten Verkaufstermin als Käufer auftreten.

empfehlen zu sollen, da ihr Mißbräuche in dieser Beziehung nicht bekannt seien. Doch wollte sie gegenüber der partikularistischen Verschiedenheit des Rechtszustandes in der Materie einheitliche Rechtssätze schaffen. Einen freihändigen Verkauf seitens des Pfandgläubigers selbst ohne Mitwirkung einer vertrauenswürdigen dritten Person hielt die Commission nicht für zweckmäßig, da es sonst nach ihrer Meinung an jeder Garantie fehlen würde, daß überhaupt irgend etwas wirklich geschehen sei. Den gleichen Zweck möglichster Vermeidung von Scheingeschäften verfolgt der Vorschlag, daß der Commissionär selbst als Käufer nur in einem öffentlich bekannt gemachten Termin auftreten darf.

9. Die Mißstände im Commissionswesen gaben der BEC. Anlaß zur Erweiterung des Vorgehens gegen die Untreue.* Die Commission wollte die Strafandrohung wegen Untreue auch auf solche Personen ausdehnen, welche gewerbsmäßig Aufträge zum Abschluß von Rechtsgeschäften übernehmen, und diese dazu benutzen, um sich einen rechtswidrigen Vermögensvorteil zu verschaffen.

Die BEC. sprach sich in ihren Vorschlägen über das Commissionsgeschäft zu gunsten des Bestehenden aus und sah von einer grundsätzlichen organischen Umgestaltung der Stellung des Commissionärs ab. Sie glaubte eine Scheidung des Commissionsgeschäfts vom Proprehandel, wie sie England hat, bei uns durch Gesetz nicht erzwingen zu können und zu dürfen. Sie begnügte sich deshalb mit einer Reihe von Vorschlägen, die das Publikum vor dem Commissionär tunlichst schützen sollen. Insofern sind diese Vorschläge entschieden zu billigen — wie dies auch allseitig geschehen ist — als sie durch Aufstellung fester Grundsätze klärend und ausbauend gegenüber dem bisherigen unsicheren Rechtszustand wirken. Andererseits aber hatte man Bedenken dagegen, daß die Vorschläge in allen Fällen, vornehmlich gegen den gewissenlosen Commissionär schützen. Entschieden ungerechtfertigt ist indessen der Vorwurf Barons,** daß die BEC. zu sehr generalisiere. Er begründet denselben damit, daß in dem Bericht der BEC. das Commissionsgeschäft in Waren nicht getrennt behandelt wird von dem in Wertpapieren. Aber der Grund hierfür ist leicht einzusehen. Es existierte ein Commissionsgeschäft in Waren schon zur Zeit der BEC. nicht mehr, sämtliche derartige Geschäfte wurden schon damals durch Eigenhandel erledigt.

II.

Der Bundesratsentwurf des Börsengesetzes hob den Art. 376 HGB., der bisher für das Selbsteintrittsrecht des Commissionärs die gesetzliche

* Der Vorschlag lautet S. 22.

Personen, welche gewerbsmäßig von dritten Personen Aufträge zum Abschluß von Rechtsgeschäften übernehmen, sind wegen Untreue (StrGB. § 266) zu bestrafen, wenn sie absichtlich und, um sich einen rechtswidrigen Vermögensvorteil zu verschaffen, zum Nachteil ihres Auftraggebers handeln.

** cfr. Baron a. a. O. S. 286.

Grundlage gebildet hatte,* auf und ersetzte ihn durch die §§ 68—71. Auch der Bundesrat wollte aber dieses Recht nicht beseitigen, er acceptierte im großen und ganzen die Vorschläge der BEC. und wollte nur durch Ausbau und Klarstellung einzelner Bestimmungen den hervorgetretenen Mißbräuchen noch mehr vorbeugen als es die BEC. getan hatte.

1. Zunächst suchte der Entwurf, was in der BEC. nicht geschehen war, eine ungesunde Ausdehnung des Commissionsgeschäfts auf das

* Ueber das Selbsteintrittsrecht und die neue Regelung desselben äußert sich die Begründung des Gesetzentwurfes folgendermaßen S. 31–32: Von den geltenden gesetzlichen Bestimmungen über das Commissionsgeschäft hat hauptsächlich die Zulassung des Selbsteintritts Anfechtung erfahren. Wenn Art. 376 des HGB. dem Commissionär in Ermangelung anderer Bestimmung des Committenten die Befugnis einräumt, Waren, Wechsel oder Wertpapiere, welche einen Börsen- oder Marktpreis haben, bei der Einkaufscommission selbst als Verkäufer zu liefern und bei der Verkaufscommission als Käufer für sich zu behalten, so wird nicht in Abrede zu stellen sein, daß gewissenlose Commissionäre hierin eine Handhabe zur Uebervorteilung ihrer Auftraggeber finden können. Durch den Selbsteintritt wird der Commissionär Gegenkontrahent des Committenten, eine Stellung, die mit seiner Eigenschaft als Vertrauensperson leicht in Widerspruch gerät. Die Aussicht, das Gut für eigene Rechnung liefern oder übernehmen zu dürfen, kann für den Commissionär ein Anreiz werden, Ratschläge zu erteilen, die mehr sein als des Committenten Interesse berücksichtigen. Der Selbsteintritt in ein Spekulationsgeschäft kann zu einem Spekulieren des Commissionärs auf Kosten des Auftraggebers Anlaß geben Auch der Verdunkelung des Abrechnungsverhältnisses und dem Schneiden am Kurse wird durch das Recht des Selbsteintritts Vorschub geleistet.

Diesen Mängeln stehen indessen wesentliche Vorzüge gegenüber. Der Selbsteintritt erleichtert beim Zusammentreffen gleichartiger Aufträge die Rechnungslegung: er ermöglicht es, Aufträge, die sich gegenseitig decken, durch Compensation zur Ausführung zu bringen. Wenn der Commissionär selbst einen entsprechenden Bestand von Waren oder Effekten hat, wäre die Ausführung durch Rechtsgeschäft mit einem dritten eine zeitraubende und mit Mehrkosten verbundene Belästigung. Den Committenten kommt es regelmäßig nur darauf an, daß sie den Commissionär in Anspruch nehmen können; mit der Benennung eines dritten, als des ihnen haftenden Gegenkontrahenten, ist ihnen nicht gedient. Vor allem ist es ihnen von Wichtigkeit, möglichst schnell die Sicherheit zu haben, daß und zu welchem Preise das Geschäft zum Abschluß gelangt ist: an der Börse wird aber die sofortige Ausführung des Auftrages nicht immer möglich sein oder den Preis nach der für den Committenten ungünstigen Richtung wesentlich beeinflussen.

Der Selbsteintritt dient also nicht nur den Interessen des Commissionärs, sondern auch denjenigen des Committenten. Die Einrichtung hat sich in Folge der Verbindung von Commissions- und Eigenhandel in Deutschland seit langer Zeit eingelebt und war schon zur Zeit, als das deutsche HGB. in Kraft trat, als allgemein gebräuchlich anerkannt. Eine Beseitigung der betreffenden Bestimmungen des HGB. würde den bestehenden Verhältnissen auch des soliden Handels nicht entsprechen; sie hätte aber auch voraussichtlich nur die Wirkung, daß die Befugnis zum Selbsteintritt durch Vereinbarung im Einzelfalle oder mittels allgemeiner Geschäftsbedingungen besonders vorbehalten würde. Es bliebe nur die Möglichkeit, durch Verbot einer solchen Vereinbarung das Selbsteintrittsrecht überhaupt auszuschließen. Aber auch ein derartiger Eingriff in die bestehenden Verhältnisse würde seinen Zweck verfehlen. Denn die Uebelstände im Commissionshandel sind, wenngleich sie bisher hauptsächlich beim Selbsteintritt in die Erscheinung getreten sein mögen, doch keineswegs an diese Form gebunden Vielmehr kann der Commissionär die gleichen Ziele im wesentlichen auch auf dem Wege des Geschäftsabschlusses mit dritten erreichen, zumal wenn diese vorgeschobene Personen sind oder anderweit im Einverständnis mit ihm handeln. Auf der andern Seite stände bei Wegfall des Rechts zum Selbsteintritt zu besorgen, daß gerade die zuverlässigen Firmen vielfach das Commissionsgeschäft aufgeben und ihren Kunden nur noch als Eigenhändler gegenüberstehen würden.

außerhalb der Börse stehende Publikum, dessen Beteiligung am Börsenhandel vorzugsweise durch das Commissionsgeschäft vermittelt wird, zu bekämpfen. Deshalb verlangte er im § 63 zum Teil auch für Committenten die Eintragung ins Börsenregister, wenn deren Geschäfte rechtsgültig sein sollen und stellte ferner im § 73* die gewohnheitsmäßige Verleitung zu Börsenspekulationsgeschäften unter Strafe. Durchaus zu billigen ist auch die Verschärfung des allerdings schon in der BEG. vorgesehenen strafrechtlichen Verfahrens gegen Commissionäre (im § 74**), die, um sich oder dritten einen Vermögensvorteil zu verschaffen, ihre Committenten zum Abschluß schadenbringender Geschäfte animieren. Im übrigen ist der Entwurf mit seinen Bestimmungen recht vorsichtig, um nicht durch zu weitgehende Maßnahmen das Commissionsgeschäft zu Gunsten des Eigenhandels zurückzudrängen. Die Begründung des Entwurfs bemerkt hierzu (S. 30): „Wenn in manchen Geschäftszweigen eine derartige Entwicklung im Flusse ist, so liegt doch deren Beschleunigung und Ausbreitung jedenfalls nicht im allgemeinen Interesse. Im Unterschiede vom Eigenhändler ist der Commissionär verpflichtet bei der Erteilung von Rat und, soweit ihn nicht besondere Weisungen binden, bei dem Abschluß und der Entwicklung der Geschäfte das Interesse des Auftraggebers nach pflichtmäßigem Ermessen wahrzunehmen. Dieser Vorteil geht den Kunden der Börsenhändler verloren, wenn der Geschäftsverkehr sich lediglich in den Formen des Eigenhandels vollzieht. Es kann daher nur in Frage kommen, inwieweit die Einzelheiten des Rechtsverhältnisses eine neue Regelung ratsam machen." Demgegenüber berührt es recht sonderbar, wenn Thowart*** in seiner Abhandlung zum Börsengesetz sich beklagt über die Härte „der zum Schutze des Publikums ersonnenen Maßregeln". Noch auffallender aber ist es, daß er als bestes Mittel gegen Uebervorteilung und Ausbeutung die möglichste Freigabe des Wettbewerbs empfiehlt. Daß die großen Bankhäuser ihren Ruf nicht gefährden werden dadurch, daß sie sich an zweifelhaften Kursgewinnen zu bereichern streben, ist glaubhaft. Daneben aber existiert eine ganze

* § 73 des Entwurfs lautet S. 11:

Wer gewohnheitsmäßig und in gewinnsüchtiger Absicht andere unter Ausbeutung ihrer Unerfahrenheit oder ihres Leichtsinns zu Börsenspekulationsgeschäften verleitet, welche nicht zu ihrem Gewerbebetriebe gehören, wird mit Gefängnis und zugleich mit Geldstrafe bis zu 15000 M. bestraft. Auch kann auf Verlust der bürgerlichen Ehrenrechte erkannt werden.

** § 74 heißt: Ein Commissionär, welcher, um sich oder einem dritten einen Vermögensvorteil zu verschaffen,

1. das Vermögen des Committenten dadurch beschädigt, daß er hinsichtlich eines abzuschließenden Geschäftes (absichtlich zum Nachteile) wider besseres Wissen unrichtigen Rat oder unrichtige Auskunft erteilt, oder

2. bei der Ausführung eines Auftrages oder bei der Abwickelung eines Geschäfts absichtlich zum Nachteile des Committenten handelt, wird mit Gefängnis bestraft. Neben der Gefängnisstrafe kann auf Geldstrafe bis zu 3000 M. sowie auf Verlust der bürgerlichen Ehrenrechte erkannt werden. Sind mildernde Umstände vorhanden, so kann ausschließlich auf Geldstrafe erkannt werden.

Der Versuch ist strafbar in den Fällen der Ziffer 1.

*** cfr. Thowart: Zum Börsengesetz (volksw. Zeitfragen. Bd. 17. S. 38/42. Heft 135.

Reihe gewissenloser Commissionsgeschäfte, gegen die wahrscheinlich nicht einmal die vorliegenden Bestimmungen schützen. Es werden immer wieder Erfahrungen auf diesem Gebiet gemacht, welche den bequemen freihändlerischen Grundsatz von der Harmonie der Interessen erschüttern.

2. Im einzelnen hat der Bundesrat sogar bezüglich des Selbsteintritts des Commissionärs einige von der BEC. vorgeschlagene Verschärfungen des damaligen Rechts abgelehnt. Vom Standpunkt des Entwurfes, der eine amtliche Feststellung der Preise wünschte und diese auch tunlichst regelte, lag es nahe in Uebereinstimmung mit dem Vorschlage der BEC., den Selbsteintritt nur für den Fall der amtlichen Notierung des Preises zuzulassen. Für eine solche Beschränkung spricht, daß die künstliche Beeinflussung der Preise zum Nachteile des Committenten durch die amtliche Preisfeststellung erschwert, sowie, daß die Prüfung des vom Commissionär berechneten Preises dadurch erleichtert wird. Der Bundesrat pflichtete jedoch der Commission nicht ganz bei, er wollte eine Beschränkung eintreten lassen. Er anerkannte nämlich, daß gewichtige Interessen, insbesondere solche des Ein- und Ausfuhrhandels der Ausdehnung des Grundsatzes auf den Warenverkehr widerstreiten, weil eine amtliche Notierung von Preisen bei allen für das Commissionsgeschäft wesentlichen Warengattungen sich nicht durchführen läßt. Der Entwurf beließ es daher, was Waren betrifft, bei dem bestehenden Rechte, allerdings mit der Einschränkung, daß es dem Bundesrat nach § 35 Abs. 2 gestattet ist, da, wo es erforderlich erscheint, die amtliche Feststellung des Preises zur Pflicht zu machen.*

3. Eine Klarstellung gegenüber den Vorschlägen der BEC. nahm der Bundesrat vor in der Regelung der Preisfestsetzung, falls der Auftrag während der Börsenzeit auszuführen war, die Ausführungsanzeige aber erst nach Schluß der Börse erfolgt. Nach dem Vorschlag der BEC.** sollte der Committent in diesem Falle wählen dürfen zwischen dem Schlußkurs und dem sich aus der Vergleichung sämtlicher Börsen- oder Marktpreise ergebenden mittleren Preis. Von verschiedenen Seiten war auf das Unhaltbare und Ungerechtfertigte dieses Wahlrechts aufmerksam gemacht und eine Abstellung desselben verlangt worden. Diesen Wünschen

* Die betreffenden Bestimmungen des Entwurfs lauten gegenüber den Vorschlägen der BEC (s. oben Anm. S. 52) im § 68 Abs. 1—2 a. a. O. S. 10: „Bei der Commission zum Einkauf oder zum Verkauf von Waren, welche einen Börsen- oder Marktpreis haben, und von Wertpapieren, bei denen ein Börsen- oder Marktpreis amtlich festgestellt wird, kann der Auftrag, wenn der Committent nicht ein anderes bestimmt hat, von dem Commissionär dadurch ausgeführt werden, daß er das Gut, welches er einkaufen soll, selbst als Verkäufer liefert, oder das Gut, welches er zu verkaufen beauftragt ist, selbst als Käufer übernimmt.

Im Falle einer solchen Ausführung des Auftrages ist die Pflicht des Commissionärs, Rechenschaft über die Abschließung des Kaufs oder Verkaufs zu geben, auf den Nachweis beschränkt, daß bei dem berechneten Preise der zur Zeit der Ausführung des Auftrages bestehende Börsen- oder Marktpreis innegehalten ist. Als Zeit der Ausführung gilt der Zeitpunkt, in welchem der Commissionär die Anzeige von der Ausführung behufs der Absendung an den Committenten abgegeben hat.

** s. oben Anm. S. 53.

kam der Bundesrat entgegen. Der Entwurf bestimmt im § 68 Abs. 3,* daß im obigen Falle der Preis nicht ungünstiger sein darf als der am Schlusse der Börse bestehende. Wenn seit der Erteilung des Auftrages mehrere Marktpreise bestanden haben, so ist der mittlere Kurs, falls dieser günstiger ist als der Schlußpreis, dem Committenten in Rechnung zu stellen.

4. In einem Punkte jedoch glaubte der Bundesrat die Vorschläge der BEC. verschärfen zu sollen. Beide, Bundesrat und BEC. gaben zunächst dem Committenten das Recht, im Falle des Selbsteintritts des Commissionärs einen günstigeren Preis als den in Rechnung gestellten zu verlangen, wenn ein solcher bei Anwendung pflichtmäßiger Sorgfalt seitens des Commissionärs hätte erreicht werden können. In einem dritten Absatz des § 69** schließt der Bundesrat die Vertragsfreiheit hierüber aus. Er glaubte, daß diese Verpflichtung des Commissionärs mit der Natur des Commissionsgeschäfts als eines Vertrauensverhältnisses so wesentlich zusammenhängt, daß es gegen Treu und Glauben verstoßen würde, wollte sich dieser durch Vertragsabrede im Voraus davon befreien lassen.

5. Ferner regelte der Bundesrat das Rechtsverhältnis, das eintritt, wenn die Anzeige über die Ausführung des Auftrages eine Ausdrucksweise enthält, die es im Unklaren läßt, ob Selbsteintritt oder Abschluß mit einem dritten erfolgt ist, in anderer Weise als in der BEC. getan. Während diese vorgeschlagen hatte, daß in Ermangelung gegenteiliger Erklärung angenommen werden soll, daß Selbsteintritt erfolgt ist,*** nahm in diesem Fall der Entwurf im § 71† Abschluß mit einem dritten an. Der Bundesrat befürchtete, daß der Vorschlag der BEC. den Selbsteintritt der Natur des Auftragsverhältnisses zuwider begünstige und einen

* Die betreffende Bestimmung des Entwurfs in § 68 Abs. 3 a. a. O. S. 10 lautet: Ist bei einem Auftrage, der während der Börsen- oder Marktzeit auszuführen war, die Ausführungsanzeige erst nach dem Schlusse der Börse oder des Marktes zur Absendung abgegeben, so darf der berechnete Preis für den Committenten nicht ungünstiger sein, als der Preis, der am Schluß der Börse oder des Marktes bestand. Wenn seit der Erteilung des Auftrages verschiedene Börsen- oder Marktpreise während der Börse oder des Marktes bestanden haben, so darf auch von dem mittleren Preise, welcher sich aus der Vergleichung dieser Preise ergibt, nicht zu Ungunsten des Committenten abgewichen werden. Werden nach den Einrichtungen der Börse oder des Marktes zu mehreren Malen einheitliche Preise amtlich festgestellt, so sind für die Feststellung des mittleren Preises lediglich diese Preise heranzuziehen.

** Gesetzentwurf § 69 lautet S. 10: Auch im Falle der Ausführung eines Auftrages durch Selbsteintritt muß der Commissionär, wenn er bei Anwendung pflichtmäßiger Sorgfalt den Auftrag zu einem günstigeren als dem nach § 68 sich ergebenden Preise ausführen konnte, dem Committenten den günstigeren Preis in Rechnung stellen. Hat der Commissionär vor Absendung der Ausführungsanzeige aus Anlaß des erteilten Auftrages an der Börse oder am Markte ein Geschäft mit einem dritten abgeschlossen, so darf er dem Committenten keinen ungünstigeren als den hierbei vereinbarten Preis berechnen.

Die vorstehenden Bestimmungen können nicht durch Vertrag abgeändert werden.

*** s. oben Anm. S. 54.

† § 71. Erklärt der Commissionär bei der Anzeige von der Ausführung des Auftrages nicht ausdrücklich, daß er selbst eintreten wolle, so gilt dies als Erklärung, daß die Ausführung durch Abschluß des Geschäfts mit einem Dritten für Rechnung des Comittenten erfolgt sei. S. 10.

gesetzesunkundigen Committenten nicht dagegen sichere, daß er von der Eigenschaft des Commissionärs als Selbstkontrahenten erst verspätet Kenntnis erlangt. Auch im Interesse des Commissionärs hielt es der Bundesrat für günstig, daß ihm, wenn er sich über die Art der Ausführung des Auftrages nicht geäußert hat, die Möglichkeit gewahrt bleibt, statt der unter Umständen schwierigen Kursnachweisung des § 68 seiner Rechenschaftspflicht durch Vorlegung des Schlußscheines über das mit dem dritten abgeschlossene Geschäft zu genügen. Wir können obigem nur beistimmen und erscheint uns die Abänderung des Vorschlages der BEC. durchaus zweckmäßig.*

6. Nicht aufgenommen hat der Bundesrat in den Entwurf das von der BEC. vorgeschlagene Listenbuch,** das zur Controle des Commissionärs dienen solle. Von allen Seiten war diese Liste angegriffen worden. Man hatte sie als unberechtigten Eingriff in die Freiheit des Handelsverkehrs bezeichnet. Der Bundesrat hat dem Rechnung getragen und auf die gesetzliche Vorschrift der Liste verzichtet. Dies durfte er um so unbedenklicher tun, als bereits damals eine ähnliche Einrichtung in dem Börsenbuch bestand, daß jeder Commissionär geordnet führt und führen muß. Aus diesem Grunde ist auch der Wegfall der von der BEC. empfohlenen Liste nicht zu bedauern.

Im großen und ganzen stimmt somit der Bundesratsentwurf mit den Ansichten der BEC. durchaus überein. Die vorgenommenen Aenderungen bezweckten im Grunde nur eine bessere Erreichung der Absichten der Enquêtecommission und waren deshalb durchaus angebracht. Daneben aber hegte der Bundesrat doch stärkere Bedenken gegen die Zuverlässigkeit der Commissionäre und verschärfte aus diesem Grunde die in der BEC. vorgeschlagenen Strafbestimmungen gegen ungetreue Commissionäre, was als vollkommen zweckmäßig bezeichnet werden muß.

III.

Der Reichstag hat sich in Commission und Plenum prinzipiell dem Entwurf und damit auch den Vorschlägen der BEC. angeschlossen. Nur in wenigen Punkten nahm er Aenderungen vor, die auch in das Börsengesetz übergegangen sind.

1. Zunächst wurden die letzten beiden Sätze im Absatz 3 des § 68*** gestrichen, durch die der Commissionär verpflichtet sein sollte, für den Fall, daß im Laufe der Börse mehrere Preise zur Notierung gelangen und die Ausführungsanzeige erst nach Schluß der Börse abgesandt wird, einen mittleren Preis aus den verschiedenen Kursen herzustellen, sofern dieser für den Committenten günstiger ist als der Schlußkurs. Die Commission und der Reichstag strichen diese Bestimmung, weil durch sie der klare Grundsatz des Gesetzentwurfes, daß diejenigen Preise dem Committenten in Rechnung gestellt werden sollten, die zur Zeit der Aus-

* Ueber die ausführliche Begründung dieser Bestimmung cfr. Begründung zum Entwurf S. 32 § 71.

** s. oben Anm. S. 55.

*** s. Anm. S. 60.

führungsanzeige beständen und daß bei Geschäften, über welche nach Schluß der Börse die Ausführungsanzeige abgegeben würde, der letzte Kurs maßgebend sei, durchbrochen würde. Dadurch ist allerdings eine wichtige Schutzmaßregel für den Committenten beseitigt worden; der Spekulation auf den letzten Kurs ist damit Tür und Tor geöffnet, und gerade das hatte die BEC. vermeiden wollen. Es ist deshalb als bedauerlich zu bezeichnen — und das ist auch die Ansicht von Endemann* — daß der Reichstag die diesbezüglichen Vorschläge der BEC. und des Bundesrats nicht auch wie die andern angenommen hat.

Dagegen wurden von der Commission drei neue Absätze zu § 68 hinzugefügt und vom Reichstag angenommen.

2. Zunächst soll bei allen Aufträgen zu bestimmten Kursen (erstem Kurs, Mittelkurs, letztem Kurs) der Commissionär ohne Rücksicht auf den Zeitpunkt der Absendung der Ausführungsanzeige berechtigt und verpflichtet sein, diese Kurse dem Committenten in Rechnung zu stellen. Mit Recht wurde in der Reichstagscommission hervorgehoben, daß, wenn ein Committent die Ausführung seines Auftrages zu einem bestimmten Kurse verlange, es gerecht und billig sei, ihm auch diesen Kurs, auf dessen Gestaltung der Commissionär keinen Einfluß hätte, in Rechnung zu stellen;** der Committent verzichtet eben durch sein Limit auf eine günstigere Ausführung des Auftrages. Sonderbar aber berührt es, wenn dabei die Commission ausdrücklich konstatiert, daß die Bestimmung im § 69 Abs. 2 auch für derartige Geschäfte gelten soll. Der Wortlaut der obigen Bestimmung und die Logik machen doch eine solche ausdrückliche Konstatierung unmöglich.

3. Der zweite Zusatz war: „Bei Wertpapieren und Waren, für welche der Börsen- oder Marktpreis amtlich festgestellt wird, kann der Commissionär im Falle der Ausführung des Auftrags durch Selbsteintritt dem Committenten keinen ungünstigeren Preis als den amtlich festgestellten in Rechnung stellen."

Die Commission begründete diesen Zusatz damit, daß, wenn es sich um Wertpapiere und Waren handelt, für welche der Börsen- und Marktpreis amtlich festgestellt wird, auch nur der amtlich festgestellte Preis dem Committenten in Rechnung gestellt werden könne, entspreche der Billigkeit und dem der Vorlage selbst zugrunde liegenden Prinzip. Es käme vor, daß eine amtliche Notierung verweigert würde, weil nach Ansicht der Börsenorgane sich aus den abgeschlossenen Geschäften ein zuverlässiges Bild über die allgemeine Geschäftslage an der Börse nicht gewinnen ließe. Dieses könne der Fall sein, weil diese Geschäfte zum Scheine oder nur zu dem Zweck der Erlangung einer hohen oder niedrigen Börsennotiz abgeschlossen seien, oder die angeblich gezahlten Preise so erheblich von der allgemeinen Geschäftslage des Marktes abwichen, daß angenommen werden müsse, daß bei diesem Geschäfte ganz besondere Verhältnisse vorlägen. In derartigen Fällen könnten die Commissionäre einen angeblich der Geschäftslage entsprechenden Preis dem Committenten

* cfr. Endemann. Das Börsengesetz (Jahrbücher f. Nationalökonomie u. Statistik Bd. 67 S. 389/90.)

** cfr. Commissionsbericht S. 1491.

in Rechnung stellen. Wenn der Absatz 1 des § 68 sich nur auf solche Wertpapiere beschränke, deren Kurs amtlich festgestellt würde, so sei es eine notwendige Konsequenz, auch nur die amtlich festgestellten Preise bei der Abwicklung des Geschäfts zwischen dem Committenten und dem Commissionär für maßgebend zu erklären. Das Gleiche sei gerechtfertigt, wenn vom Bundesrat die amtliche Notierung für gewisse Waren vorgeschrieben würde."* Von praktischer Bedeutung ist diese Bestimmung nur da, wo Einheitskurse notiert werden. Wo dies nicht der Fall ist, kann der berechnete Preis nur in der Spannung der fixierten Kurse liegen, da doch unmöglich für jeden Augenblick Kurse amtlich festgestellt werden können.

4. Endlich wurde noch als Absatz 5 hinzugefügt:

„Die Bestimmungen der Absätze 2 bis 5 können nicht durch Vertrag abgeändert werden."

Die Commission hielt es für gerechtfertigt, daß, wie solches auch im § 69 Abs. 3 des Entwurfs vorgesehen sei, die in dem § 68 über die Berechnung der Kurse festgestellten Grundsätze durch Vertrag nicht abgeändert werden dürften, wenn diese Bestimmungen überhaupt praktischen Wert erlangen sollten. Denn es sei zweifellos, daß, wenn die Abänderung durch Vertrag gestattet würde durch allgemeine Geschäftsbedingungen, eine solche Abänderung der Grundsätze herbeigeführt werden würde. Die Richtigkeit dieser Ansicht wird nicht bestritten werden können.

5. In der Commission wurde auch der Antrag gestellt, die von der BEC. vorgeschlagene Liste zur Kontrole der Geschäftstätigkeit der Commissionäre im Gesetz vorzuschreiben. Doch wurde dieser Antrag aus praktischen Bedenken und namentlich, weil man sich keinen besonderen Vorteil davon versprach, abgelehnt.

Von dem Berichterstatter wurde in der Commission noch ausdrücklich festgestellt, daß es seines Erachtens keinem Zweifel unterliege und er, falls kein Widerspruch sich dagegen erhebe, auch dieser Meinung im Berichte Ausdruck geben werde, daß, wenn vom Commissionär die in den erwähnten Bestimmungen enthaltenen Grenzen für die dem Committenten in Rechnung zu stellenden Preise überschritten seien, das Geschäft keineswegs vom Committenten als für ihn unverbindlich angefochten werden dürfe, sondern daß der Committent nur den Anspruch erheben dürfe, daß ihm die in den erwähnten Bestimmungen festgesetzten Preise in Rechnung gestellt würden. Gegen diese Auffassung wurde aus der Mitte der Commission von keiner Seite ein Bedenken geäußert, während die Vertreter der verbündeten Regierungen dieselbe ausdrücklich als zutreffend bezeichneten. Demgemäß wurde beschlossen, diese Feststellung in den Bericht aufzunehmen.**

Aus der vorstehenden Darstellung ist ersichtlich, daß das BG. in den wesentlichen Punkten den Vorschlägen der BEC. entspricht. Mit Rücksicht auf die Ergebnisse der Enquête haben auch der Bundesrat und Reichstag von einer grundsätzlichen Umgestaltung des Commissionswesens aus Furcht vor der Verdrängung des Commissionshandels durch

* S. Reichstagscommissionsbericht a. a. O. S. 1491, 1492.

** cfr. Commissionsbericht a. a. O. S. 1493.

den Eigenhandel abgesehen. Hierbei ist anzuerkennen, daß es gelungen ist, im Gesetz gegenüber der BEC. eine zweckmäßigere Formulierung im § 68 zu finden, insofern es der Fortexistenz des hamburger überseeischen Warencommissionsgeschäftes Rechnung getragen hat. Dagegen steht, was die Kautelen gegen den Mißbrauch des Selbsteintrittsrechts betrifft, das BG. den Vorschlägen der BEC. und des Bundesrats entschieden nach. Es ist bedauerlich, daß dieser Abschnitt des BG. nicht in der Fassung des Entwurfes Gesetzkraft erlangt hat. Jedenfalls aber muß anerkannt werden, daß das BG. auf grund der Enquêteergebnisse Klarheit in den bisher verworrenen Rechtszustand gebracht hat.

Indeß sind die Folgen der Bestimmungen des BG. doch ganz andere gewesen, als man erwartet hat. Es ist nämlich das, was der Reichstag gerade hat vermeiden wollen, eingetreten. Wie schon von manchen Seiten z. B. von Endemann vorausgesagt wurde*, besteht jetzt ein reines Commissionsgeschäft für Effekten, in Berlin wenigstens, nicht mehr. In den Schlußscheinen heißt es regelmäßig, „wir überließen (resp. übernahmen von) Ihnen in unserer Eigenschaft als Eigenhändler". Zugleich lassen sich die Bankiers vielfach von der Nummeraufgabe und der gesonderten Aufbewahrung der Effekten dispensieren, daß dadurch und ebenso durch fiktive Pfandverkäufe wenig bemittelten und mit den geschäftlichen Verhältnissen nicht vertrauten Committenten von gewissenlosen Bankiers arg mitgespielt werden kann und wird, ist einleuchtend. Der gewissenhafte Bankier hat aber die Vorschriften über den Commissionsverkehr auch schon vor dem Erlaß des Gesetzes befolgt, der unreelle wird in seinem Geschäftsbetrieb durch das BG. wenig eingeschränkt.

Die Wurzel des Uebelstandes liegt in der Organisation der Börsen, genauer in der Zulassung von Personen zum Börsenhandel. Sind einmal ungeeignete Elemente zur Börse zugelassen, so nützen gegen diese Repressivmaßnahmen wenig.

Der Abschnitt V des BG. über das Commissionswesen ist heute nicht mehr in Kraft; er wurde durch die §§ 400 ff. des HGB. von 1897 ersetzt. Doch stimmen die betreffenden Vorschriften fast wirklich mit dem BG. überein. Neu aufgenommen ist, abgesehen von einigen redaktionellen Aenderungen § 405 Abs. 3* über den Widerruf des Auftrages und § 406*** über die Ausdehnung des Begriffs Commission.

---

* cfr. Endemann a. a. O. S. 391.

** § 495 Abs. 3 lautet: Widerruft der Committent die Commission und geht der Wiederruf dem Commissionär zu, bevor die Ausführungsanzeige zur Absendung abgegeben ist, so steht dem Commissionär das Recht des Selbsteintritts nicht mehr zu.

*** § 406 lautet: Die Vorschriften dieses Abschnitts kommen auch zur Anwendung, wenn ein Commissionär im Betriebe seines Handelsgewerbes ein Geschäft anderer als der im § 383 bezeichneten Art für Rechnung eines anderen im eigenen Namen zu schließen übernimmt. Das Gleiche gilt, wenn ein Kaufmann, der nicht Commissionär ist, im Betriebe seines Handelsgewerbes ein Geschäft in der bezeichneten Weise zu schließen übernimmt.

Als Einkaufs- und Verkaufscommission im Sinne dieses Abschnitts gilt auch eine Commission, welche die Lieferung einer nicht vertretbaren beweglichen Sache, die aus einem von dem Unternehmer zu beschaffenden Stoffe herzustellen ist, zum Gegenstande hat.

IV. Kapitel.

Rechtliche Stellung und Organisation der Börsen.

Wir sind jetzt am Schlusse derjenigen Bestimmungen angelangt, die im wesentlichen in Uebereinstimmung mit den Ergebnissen und Vorschlägen der BEC. stehen. Die folgenden zwei Abschnitte des BG. weichen in weitem Umfang von den Enquêteergebnissen ab.

Zuerst gehen wir über zur rechtlichen Stellung und Organisation der Börsen. Wir behandeln diesen Teil des BG. vor dem Terminhandel, weil wir die dort getroffenen Abweichungen im Gegensatz zu den Neuerungen über den Terminhandel teilweise wenigstens für zweckmäßig erachten.

I.

Die Börsenorganisation ist eine der wichtigsten Fragen der Börsengesetzgebung; Cohn* bezeichnet sie als den Angelpunkt derselben.

Die Vorschläge der BEC. erstreckten sich zunächst auf die rechtliche Stellung der Börsen. Die Commission hielt eine staatliche Aufsicht über die Börsen wegen deren weitgehender Bedeutung für notwendig. Jedoch verneinte sie das Bedürfnis zur Uebertragung der fortlaufenden Beaufsichtigung auf das Reich. Sie glaubte dem Umstand Rechnung tragen zu sollen, daß die einzelnen Börsen in Deutschland örtlich und zeitlich zur Befriedigung verschiedener Bedürfnisse dienen. Die Landesregierungen können nach ihrer Meinung diesen besonderen Bedürfnissen viel besser gerecht werden als Reichsbehörden, weil sie den Verhältnissen näher stehen. Deshalb übertrug die BEC. den Landesregierungen die Aufsicht über die Börsen.** Diese sollen aber nicht blos das Recht, sondern auch die Pflicht zur Beaufsichtigung haben, „sie sollen, wie der Bericht S. 9 sagt, in eine eingehende sachgemäße Prüfung darüber eintreten, ob die Einrichtung der Börsen und die für den Verkehr an ihr maßgebenden allgemeinen und besonderen Bedingungen den berechtigten Interessen des Handels und des Verkehrs entsprechen, oder ob nicht die berechtigten Interessen anderer Erwerbsgruppen geschädigt werden, sie sollen verpflichtet sein, darüber zu wachen, daß bei der Festsetzung dieser Bedingungen nicht blos die Interessen der Börsenbesucher und des Ortes, für den die Börse errichtet ist, sondern auch die Interessen der andern an dem Börsenverkehr

---

* cfr. Cohn, Beiträge zur deutschen Börsenreform S. 45.

** Der Vorschlag der Commission lautet S. 1:

Die Genehmigung der Errichtung von Börsen, die Genehmigung oder der Erlaß der Börsenordnungen, sowie das Recht und die Pflicht der Aufsicht über die Börsen steht den einzelnen Landesregierungen zu.

Die Landesregierungen sind befugt, die unmittelbare Aufsicht über die Börse den Handelsorganen (Handelskammern, kaufmännischen Korporationen) zu übertragen.

beteiligten oder durch denselben berührten Erwerbsgruppen sowie die allgemeinen wirtschaftlichen Interessen Berücksichtigung finden." Daß die direkte Aufsicht über die Börsen nicht vom Reich ausgeübt werden soll, ist von der Magdeburger Kaufmannschaft,* besonders aber von Lotz** angegriffen worden. Dem ist, nachdem man jetzt Gelegenheit gehabt hat, die Tragweite der einzelnen Bestimmungen des BG. zu erproben, nicht beizustimmen. Besondere Nachteile haben sich aus dieser Regelung der Börsenaufsicht nicht ergeben, Liebmann*** bemängelte das Fehlen einer Definition für den Begriff Börse. Er fürchtet, daß sofern man die Bestimmung, welche Handelsinstitute als Börse zu bezeichnen sind, dem Ermessen der Landesregierungen überläßt „eine Musterkarte von Verschiedenheiten" eintreten würde. Diese Befürchtungen sind als übertrieben zu bezeichnen, denn es haben sich bisher die nachteiligen Folgen, die Liebmann prophezeit hat, nicht eingestellt. Die unmittelbare Aufsicht über die Börsen soll, wenn nicht unmittelbar durch Organe der Landesregierungen selbst, so doch jedenfalls durch öffentliche Handelsorgane, wie es die Handelskammern und kaufmännischen Korporationen sind, geführt werden. Von der Bestellung eines besonderen staatlichen Beamten für diesen Zweck nahm die BEC. mit Rücksicht auf die österreichischen Erfahrungen Abstand.†

2. Für jede Börse soll eine Börsenordnung†* erlassen werden, betreffs deren Inhalt dem Bundesrat die wichtige Befugnis eingeräumt wird, allgemeine Anordnungen erlassen zu dürfen für die Geschäftszweige, welche Gegenstand des Börsenhandels sind. Die BEC. hielt diese Bestimmung deshalb für nötig, weil der an einem Börsenplatz zugelassene Handel in bestimmten Waren oder Wertpapieren und die Bedingungen, unter denen dies geschieht, ihre Wirkungen über den Kreis der betreffenden Börse hinaus äußern.

3. Die Kardinalfrage für die ganze Börsengesetzgebung bilden die Bedingungen über die Zulassung von Personen zur Börse. Es ist klar, daß die beste Gesetzgebung zwecklos ist, wenn es nicht gelingt,

---

* cfr. Denkschrift der Kaufmannschaft von Magdeburg über die BEC. S. 6/7.

** cfr. Lotz: die Börsenreform. Zeitschrift f. Aktienrecht und Bankwesen. Jahrgang 1896, S. 84.

*** cfr. Liebmann Glossen zum Bericht der BEC. (Wochenschrift für Aktienrecht und Bankwesen. 3. Jahrg.) S. 215.

† Der Commissionsbericht bemerkt darüber S. 36: „Die Commission glaubte für die allgemeine Einsetzung besonderer Aufsichtsorgane um so weniger ein Bedürfnis anerkennen zu können, als der Staat, wenn sein Recht und seine Pflicht zur Beaufsichtigung der Börsen außer Zweifel gestellt wird, selbstverständlich befugt ist, durch Commissare jederzeit von den Einrichtungen der Börse und von dem Geschäftsverkehr an derselben Kenntnis zu nehmen und diesen Geschäftsverkehr in geeigneter Weise zu überwachen."

†* Der betreffende Vorschlag der BEC. lautet S. 1:

Für jede Börse ist eine Börsenordnung zu erlassen, welche Bestimmungen treffen muß: 1. über die Börsenleitung und ihre Organe; 2. über die Geschäftszweige, welche zum Gegenstand des Börsenhandels gemacht werden dürfen; 3. über die Personen, welche zum Besuch der Börse zuzulassen sind und über die Bedingungen der Zulassung; 4. darüber, in welcher Weise die Preis- und Kursnotierung erfolgt.

Bezüglich Punkt 2 soll der Bundesrat befugt sein, allgemeine Anordnungen zu erlassen.

ungeeignete Elemente von der Börse fernzuhalten. Eine durchgreifende Regelung der Zulassungsbedingungen empfahl die BEC. nicht aus Rücksicht auf die hanseatischen Börsen. Der Bericht der Commission bemerkt dazu, (S. 14) „daß die Freiheit der hanseatischen Börsen nicht notwendigerweise zu Mißständen und Ausschreitungen führen müsse, und daß demgemäß kein dringendes Bedürfnis vorliege, die auf langjähriger historischer Entwicklung beruhenden Verhältnisse in Hamburg und Bremen einer durchgreifenden Aenderung zu unterziehen." Sollte auch an diesen Börsen für den Warenverkehr die volle Freiheit der Bewegung nicht entbehrlich sein, so ist doch kaum zu bezweifeln, daß für die Effektenbörsen der Hansastädte eine exklusivere Gestaltung möglich gewesen wäre.

Zugelassen zur Börse sind nach den Vorschlägen* der BEC. Personen, die solche Handelsgeschäfte betreiben, für welche die Börse errichtet ist; außerdem Personen, deren Anwesenheit zur Förderung der Börsengeschäfte erforderlich ist.

Von einer korporativen Verfassung der Börsen, wie dies in England und Amerika der Fall ist, fürchtete die Commission eine Schädigung des allgemeinen Verkehrs. Die BEC. mochte die „jungen und intelligenten kaufmännischen Kräfte" nicht missen, die aus dieser freien Form der Zulassung sich etwa ergebenden Mißstände hoffte die Commission durch Ausbildung und Hebung des kaufmännischen Ehrgefühls und durch Errichtung von Disziplinargerichten beseitigen zu können. Immerhin hatten die Wünsche einzelner nach einer mehr aristokratischen Verfassung der Börse gewisse praktische Folgen. Es soll der Antrag auf Zulassung durch drei Gewährsleute unterstützt werden. Diese sollen nach dem Bericht „gewissenhaft, mit Anwendung kaufmännischer Sorgfalt prüfen, ob der von ihnen Empfohlene zur Aufnahme in die Börse wert ist." Wenn dem Gewährsmann eine Verletzung dieser Verpflichtung nachgewiesen werden kann, soll er disziplinarisch bestraft werden; außerdem kann ihm das Recht abgesprochen werden, vorübergehend oder dauernd als Gewährsmann zu fungieren. Die Gewährleistung soll sich auf fünf Jahre erstrecken.**

* Der Vorschlag der Commission lautet S. 4:

Die Erlaubnis zum Besuch der Börse kann unter den von der Staatsbehörde festzusetzenden Bedingungen denjenigen erteilt werden, deren Anwesenheit für die Förderung der zu 1 bezeichneten Handelsgeschäfte von Wert ist (Hülfsgewerbe, Notare, Vertreter der Presse, frühere Kaufleute), ferner denjenigen, welche vermöge ihrer Amtspflicht die Börse besuchen. Diese Erlaubnis ist zurückzuziehen, wenn eine dieser Personen gewerbsmäßig an der Börse Geschäfte abschließt.

** Der betreffende Vorschlag lautet S. 4:

Der Antrag auf Zulassung zum Besuche der Börse ist schriftlich zu stellen und muß von mindestens drei Gewährsmännern, von denen jeder mindestens 3 Jahre der betreffenden Börse angehört haben muß, unterstützt werden.

Der Börsenbehörde steht das Recht zu, in geeigneten Fällen von den Gewährsmännern eine Realkaution zu verlangen.

Nach Eingang des Antrages ist derselbe mit Namhaftmachung der Gewährsmänner durch Aushang an der Börse während einer Woche zur Kenntnis der Börsenbesucher zu bringen. Nach Ablauf dieser Frist entscheidet die Börsenbehörde über den Antrag, nachdem die Gewährsmänner desselben zu Protokoll erklärt haben, daß sie

Bedenken, ob die Dauer der Verjährungsfrist für Strafverfolgung nicht allzu erschwerend ist, sind vielleicht am Platze; eine Abkürzung der Frist auf drei Jahre, wie sie die Berliner Kaufmannschaft* vorgeschlagen, ist durchaus zu billigen. Ausnahmsweise steht sogar der Börsenbehörde das Recht zu, in geeigneten Fällen von den Gewährsmännern eine Realkaution zu verlangen. Ob dies noch erforderlich ist, erscheint nach den Formalitäten vor der offiziellen Zulassung — Namhaftmachung der Gewährsmänner, Bekanntgebung des Antrages durch Aushang, Entscheidung der Börsenbehörde erst nach nochmaliger schriftlicher Empfehlung der Gewährsmänner — zweifelhaft. Die Realkaution soll nach dem Bericht eventuell als Strafe der leichtfertigen und gewissenlosen Gewährleistung angesehen werden und zu gunsten eines öffentlichen Zweckes verfallen.

4. Mit der großen Mehrzahl der Sachverständigen hielt die BEE. eine Verschärfung der Börsendisziplin für ein dringendes Bedürfnis. Hierin liegt nach Cohn,** nächst den Bedingungen für die Zulassung die wesentlichste Handhabe, um das Geschäftstreiben in angemessene Schranken zu halten." Bei der Regelung dieser Materie zeigte sich in den Beratungen der BEE. so recht der Gegensatz zwischen den beiden für die Reform der Börse in betracht kommenden Prinzipien, Selbstzucht der Börse und staatliche Bevormundung. Das erste Prinzip kam zum Ausdruck in der Bestimmung, daß die Börsendisziplin von den mit der unmittelbaren Aufsicht über die Börse vertrauten Organen ausgeführt werden soll*** und zu diesem Zweck ein Disziplinarhof zu errichten ist. Der Disziplinarhof soll zur Verantwortung ziehen nicht nur Börsenbesucher, die durch ihr Verhalten an der Börse die kaufmännische Ehre verletzt haben, sondern auch die außerbörsliche Tätigkeit der Börsen-

---

nach sorgfältiger Prüfung den Aufzunehmenden für einen Mann halten, welcher der Aufnahme in die Börse und der Achtung seiner Berufsgenossen würdig ist.

Wird der Antrag auf Zulassung abgelehnt, so darf derselbe innerhalb 6 Monaten nach der Ablehnung nicht wiederholt werden.

Wird gegen ein Mitglied der Börse auf Ausschließung von derselben auf die Dauer von mindestens drei Monaten erkannt, so ist zugleich zu prüfen, ob der Gewährsmann bei der Empfehlung Thatsachen gekannt hat oder bei Anwendung der kaufmännischen Sorgfalt und ernsten Erfüllung der ihm durch die Empfehlung auferlegten Pflicht Thatsachen hätte kennen müssen, wonach der Ausgeschlossene der Aufnahme in die Börse und der Achtung seiner Berufsgenossen unwert gewesen. Ist dies der Fall, so ist gegen den Gewährsmann disziplinarisch vorzugehen. Außer auf die anderen Disziplinarstrafen kann auf Absprechung des Rechts, dauernd oder zeitweise als Gewährsmann zu fungieren, erkannt werden. Die Strafverfolgung gegen den Gewährsmann tritt nicht ein, wenn zwischen der Gewährschaft und der Ausschließung mehr als 5 Jahr liegen.

Die Entscheidung der Börsenbehörden über Zulassungsanträge unterliegt dem Rekurs an die Landesaufsichtsbehörde.

* cfr. a. a. O. S. 3.

** cfr. Cohn a. a. O. S. 53.

*** Der Wortlaut des Commissionsvorschlages ist: Die mit der unmittelbaren Aufsicht über die Börsen betrauten Organe üben die Disziplinargewalt in derselben. Sie sind befugt und verpflichtet, die zur Aufrechterhaltung der Ordnung und des Geschäftsverkehrs in der Börse nötigen Anordnungen zu erlassen. S. 5.

besucher soll der Gerichtsbarkeit des Disziplinarhofs unterliegen.* Die VEC. befürwortete, den gesamten Geschäftsverkehr der Börsenbesucher unter Kontrole zu stellen, weil außerhalb der Börse oft Handlungen begangen werden, die zwar nicht die Strafgesetze verletzen, die aber doch vom Standpunkt der öffentlichen Moral aus unzulässig und verwerflich sind. Von verschiedenen Seiten innerhalb der Commission wurde zwar die Ausdehnung der Börsendisziplin auf Verletzung des kaufmännischen Anstandes in der Geschäftsgebahrung für bedenklich erachtet, „da die Grenzen zwischen dem, was nach kaufmännischen Anstands- und Ehrenbegriffen zulässig sei und was nicht, flüssig seien." Doch hielt es die VEC. für nötig, alle Börsenbesucher unter die gleichen Disziplinarvorschriften zu stellen. Die Kaufmannschaft von Magdeburg** bemerkte dazu, „daß es sehr wohl einen Begriff der kaufmännischen Ehre gibt, der sich aus der übereinstimmenden Auffassung ehrenhafter und tadelloser Berufsgenossen bildet."

Kaum aber hatte die VEC. den ersten Schritt getan zur Heilung der Börsenschäden von innen heraus, so machten sich schon Zweifel an der Wirksamkeit des Disziplinarhofes geltend. Wiener*** bemerkt, daß ohne das Eingreifen eines staatlichen Organs alles beim alten bleiben werde, und Schmoller*** befürchtete, daß die Organe der Selbstverwaltung gegen Verwandte niemals die rechte energische Meinung hätten, die Gesetze durchzuführen wie staatliche Beamte. Ihren Ausdruck fanden diese Bedenken in der Institution des Regierungscommissars,† der von den Landesregierungen zu ernennen ist. Seine Tätigkeit soll sich darauf beschränken, daß die Untersuchung erschöpfend und sachgemäß geführt wird. Zugleich soll der Regierungscommissar als Gegengewicht zur Selbstverwaltung dienen und das Vertrauen des Publikums zur Gerechtigkeit der Börsenbehörde sichern. Die Aeltesten der Berliner Kaufmannschaft†* bemerken hierzu „die Bestellung eines solchen Regierungscommissars erscheint als Ausfluß eines durchaus ungerechtfertigten Mißtrauens gegen die Unbefangenheit und Unparteilichkeit der Mitglieder des Börsendisziplinarhofes, welcher wie die bisherigen Handelsorgane aus den angesehensten und achtbarsten Kaufleuten zusammengesetzt wird. Es ist zu besorgen, daß die Stellung unter die Kontrole eines solchen Commissars gerade den tüchtigsten Mitgliedern des Disziplinarhofes ihr

* Der betreffende Vorschlag der VEC. heißt: Bei jeder Börse ist ein Disziplinarhof zu errichten, vor welchem Börsenbesucher, welche durch ihr Verhalten an der Börse oder bei Ausübung ihres Geschäftsbetriebes die kaufmännische Ehre verletzen oder sich Handlungen zu Schulden kommen lassen, welche sie der Achtung ihres Standesgenossen berauben, zur Verantwortung zu ziehen sind. S. 5.

** cfr. Denkschrift der Kaufmannschaft von Magdeburg über die VEC. S. 14.

*** cfr. Stenographische Berichte S. 567, 744, 748, 1396, 1828, 2412, 2728, 2986.

† Der Commissionsvorschlag lautet: „Die Landesregierung hat einen Commissar zu bestellen, welchem von allen die Einleitung oder Ablehnung einer Untersuchung betreffenden Entscheidungen Mitteilung zu machen ist.

Der Commissar kann die Einleitung einer Untersuchung verlangen. Diesem Verlangen, sowie allen von denselben gestellten Beweisanträgen muß stattgegeben werden.

†* cfr. a a. O. S. 7.

Ehrenamt verleiden wird." Es entspringt dieses Urteil der konsequenten Durchführung des Prinzips der Selbstverwaltung der Börsen, doch übersieht es, daß die Frage des Regierungscommissars an der Börse, wie Ring* sagt, keine Börsenfrage, sondern eine politische ist.

Die BEC. bestimmte, daß das Verfahren vor dem Disziplinarhof** im allgemeinen nicht öffentlich ist. Doch soll dem Regierungscommissar wie dem Angeklagten das Recht zustehen, dies zu verlangen. Der Disziplinarhof soll befugt sein, Zeugen und Sachverständige zu laden und eidlich zu vernehmen. Genauere Bestimmungen über den Gang des Verfahrens schlug die BEC. nicht vor.

Was die Strafen*** angeht, auf die der Disziplinarhof erkennen darf, so führt der Bericht als solche an Verwarnung, Verweis, zeitliche oder dauernde Ausschließung. Als Verschärfung dieser Strafen gesteht die BEC. dem Disziplinarhof das Recht zu, zu bestimmen, daß und auf welche Weise die Strafe öffentlich bekannt gemacht wird. Gegen die Entscheidung des Disziplinarhofes soll kein Rechtsmittel zulässig sein, weil es nach Ansicht der BEC. mit dem Wesen des gewollten Standesgerichts nicht zu vereinen ist, daß die endgültige Entscheidung einem Gerichtshofe übertragen werde, in welchem der kaufmännische Stand garnicht vertreten ist.

Die Fälle, welche disziplinarisch zu ahnden sind, führte die BEC. besonders auf.†* Die Aeltesten der Berliner Kaufmannschaft† bezeichnen

---

* cfr. Ring, Die Börsen-Enquête (Archiv f. bürgerl. Recht, Bd. 8 S. 320).

** Der betreffende Vorschlag der BEC. lautet: „Wird von dem Disziplinarhof zur Vorbereitung der Entscheidung einem oder mehreren Mitgliedern die Führung der Voruntersuchung übertragen, so sind dieselben berechtigt, Zeugen nicht eidlich zu vernehmen.

Der Commissar hat das Recht, allen Verhandlungen beizuwohnen. Das Verfahren vor dem Disziplinarhof ist nicht öffentlich, falls nicht der Angeklagte oder der Commissar es beantragen.

Der Börsendisziplinarhof ist berechtigt, Zeugen und Sachverständige vorzuladen und eidlich zu vernehmen.

Der Angeklagte ist befugt, sich des Beistandes eines Verteidigers zu bedienen. (S. 26) S. 7."

*** Der Commissionsbericht bemerkt darüber: „Der Disziplinarhof darf erkennen auf Verwarnung, Verweis, zeitliche Ausschließung und dauernde Ausschließung von der Börse, er kann beschließen, daß und auf welche Weise das Strafurteil öffentlich bekannt gemacht wird. Gegen das Urteil desselben findet ein Rechtsmittel nicht statt. S. 7.

† a. a. O. S. 4.

†* Die BEC. bezeichnet als strafbar S. 5—6:

1. Arglistige Beeinflussung der Kurse oder Preise, insbesondere durch Scheingeschäfte, Abschiebungen, Unter-der-Hand-Regulierungen und durch Verbreitung falscher Gerüchte.

2. Die Gewährung und Annahme von Geschenken in der Absicht, Aeußerungen in der Presse zu Gunsten oder zum Nachteil gewisser Unternehmungen herbeizuführen oder zu unterdrücken.

3. Die Anwendung von Geschäftsbedingungen, welche gegen den kaufmännischen Anstand verstoßen.

4. Das Verhalten eines Emittenten, welches aus den unter II. No. 8 aufgeführten Gründen seine Schadenersatzpflicht begründet.

5. Anreizungen zu Börsenspekulationen, welche außerhalb des Geschäftsbetriebes des Angereizten liegen, falls sie in einer des ehrbaren Kaufmannes unwürdigen Weise

das als ein höchst ungeeignetes Eingreifen in die Entscheidungsgewalt des Disziplinarhofes. Demgegenüber ist zu bemerken, daß die BEC. nur auf die vorzugsweise in Betracht kommenden Verfehlungen aufmerksam machen wollte. Von einer Beschränkung der freien Würdigung dieser Handlungen durch die Disziplinargerichte kann kaum die Rede sein.

Ferner legte die BEC. dem Disziplinarhof die Befugnis bei, eine Ehrenerklärung zu Gunsten des unschuldig Verklagten abzugeben und dieselbe zu veröffentlichen. Diese Bestimmung erscheint uns übereinstimmend mit Ring,* nicht als eine besonders glückliche. Unter Umständen kann schon das Bekanntwerden der Tatsache, daß ein Disziplinarverfahren anhängig war, von Unannehmlichkeiten für den freigesprochenen Angeschuldigten begleitet sein; denn semper aliquid adhaerit. Dagegen geht der Angeklagte, über dessen Verhalten die Meinung in der Versammlung recht geteilt war, dem man aber nichts nachweisen konnte, mit einer Auszeichnung aus dem Verfahren hervor.**

5. Des weiteren beschäftigte sich die BEC. mit den Börsenschiedsgerichten. Diese haben sich nach Ansicht der Commission durchaus bewährt. Der Commissionsbericht äußert sich darüber:*** „Die Bedürfnisse des kaufmännischen Verkehrs erheischen eine schleunige Entscheidung vorhandener Meinungsverschiedenheiten und der sich daraus ergebenden Rechtsstreitigkeiten. Besonders ist dies bei Börsengeschäften der Fall; Käufer und Verkäufer haben das dringendste Interesse daran, in kurzer Zeit Gewißheit darüber zu haben, ob ein Vertrag rechtsbeständig ist oder nicht, weil, je nachdem das eine oder andere der Fall ist, diese oder jene Börsenoperation ausgeführt werden muß. Außerdem bieten die Schiedsgerichte den Vorteil, daß die Entscheidungen von den Berufs-

---

erfolgen, gleichviel ob die Anreizung durch den Anreizenden persönlich oder durch Agenten, Briefe, Anzeigen, Reklame in öffentlichen Blättern oder dergleichen erfolgt.

6. Der Abschluß von Börsengeschäften mit Handelsangestellten und Personen, die im Handelsgewerbe Gesindedienste verrichten, ohne Genehmigung der Prinzipale, desgleichen mit Kassenbeamten öffentlicher Behörden, ohne Genehmigung der Dienstbehörde, bei Kenntnis dieser Stellungen seitens des Abschließenden und bei Mangel besonderer Gründe für den guten Glauben, daß die Geschäfte in den Kreis des durch die Verwaltung eigenen Vermögens der Betreffenden oder ihrer Angehörigen erforderten fallen.

7. Der Abschluß von Börsenspekulationsgeschäften mit Personen in unselbstständiger oder dürftiger wirtschaftlicher Lage, oder mit Personen, deren Geschäftsbetrieb solche Abschlüsse nicht gewöhnlich mit sich bringt, in einem Umfange, der in auffälligem Mißverhältnis zu ihrer wirtschaftlichen Lage steht, wenn diese Umstände dem Abschließenden bei Anwendung gewöhnlicher Aufmerksamkeit nicht entgehen konnten.

8. Die wiederholte Benutzung unkontraktlicher Ware zur Kündigung, wenn der Kündigende wußte oder den Umständen nach wissen mußte, daß die Ware den an die lieferungsfähige Qualität zu stellenden Anforderungen nicht entspricht; desgl. alle Kündigungen ohne vorhandene Ware sowie alle Scheinkündigungen.

* a. a. O. S. 327.

** Der Commissionsvorschlag lautet:

Der Disziplinarhof ist befugt, wenn durch die Verhandlung die Unrichtigkeit der der Anklage zu Grunde liegenden Thatsachen dargethan wird oder die dem Angeklagten zur Last gelegten Handlungen als die kaufmännische Ehre nicht verletzend angesehen werden, demselben eine Ehrenklärung zu geben und deren Veröffentlichung zu beschließen. S. 7.

*** cfr. Commissionsbericht a. a. O. S. 30.

genossen getroffen werden, die über die Bedürfnisse des Handels und die tatsächlichen Verhältnisse aus eigener Erfahrung informiert sind." Die Börsenschiedsgerichte sollen aber nur zuständig sein, wenn beide Beteiligten derselben Börse angehören, oder sich dem Spruch erst im Differenzfalle unterwerfen.* Auf diese Weise wollte die BEC. die vorgängige Unterstellung von Privatleuten unter das Börsenschiedsgericht verhindern. Ob dieses Mißtrauen gegen die Schiedsgerichte ein berechtigtes und diese Beschränkung zweckmäßig ist, erscheint zweifelhaft. Von Vertretern des Kaufmannstandes wurde diese Maßregel heftig angegriffen unter dem Hinweis, daß in der Beschränkung für weitherzige Commissionäre der Anreiz und die Erleichterung liege, von ihren Privatkunden sich noch bedenklichere Vertragsklauseln auszubedingen.

6. Schließlich befaßt sich der Bericht der BEC. sehr eingehend mit dem Für und Wider der Liquidationskassen, d. h. der in neurer Zeit an einigen Börsen entstandenen Anstalten, welche die Erfüllung von Lieferungsgeschäften über Waren gegen Einschußzahlen gewährleisten. Doch glaubte die Commission, daß ein abschließendes Urteil zur Zeit noch nicht zu gewinnen sei. Sie begnügte sich damit, diese Kassen der verantwortlichen Aufsicht der Börsenorgane zu unterstellen.**

Die BEC. zeigte bei der Regelung der Organisation der Börsen ein ängstliches Festhalten an dem historisch Ueberkommenen. Sie fürchtete durch energische allgemeine Maßnahmen den verschiedenen Verhältnissen der einzelnen Börsen zu nahe zu treten, beachtete aber dabei nicht, daß eine derartige Rücksichtnahme wohl nur bei den Warenbörsen geboten war. Die Commission anerkannte ferner, daß das beste Mittel gegen die zu Tage getretenen Mißstände die Selbstzucht der Börse ist. Dennoch schuf sie nicht die notwendige Grundlage für die Entstehung einer solchen, einen auch nur annähernd gleichgearteten Stand von Berufsgenossen. Sie begnügte sich damit, einen Mittelweg zwischen Staatsaufsicht und Selbstverwaltung vorzuschlagen; allerdings derart, daß die erstere im Vergleich zur letzteren eine höchst bedeutungslose Rolle spielt.

II.

Ein ganz anderes Aussehen als die soeben erörterten Vorschläge der BEC. hat der Entwurf des Bundesrats bezüglich der Börsenorganisation.

---

* Der Wortlaut des Commissionsvorschlages ist: „Börsenschiedsgerichte sollen sich ohne Rücksicht auf die Vereinbarungen der Vertragschließenden der Entscheidung von Rechtsstreitigkeiten enthalten, wenn nicht beide Teile einer und derselben Börse angehören oder sich zur Zeit der Erhebung von Ansprüchen ausdrücklich der Entscheidung des betreffenden Schiedsgerichts unterwerfen. S. 8.

** Der Vorschlag der BEC. heißt:

Anstalten, welche die Erfüllung von Lieferungsverträgen gegen Einschußzahlung gewährleisten — Liquidationskassen und dergl. — unterliegen, wenn sie von Privatpersonen oder Vereinigungen gegründet oder verwaltet werden, in betreff der Einrichtung und Handhabung ihres Geschäftsverkehrs der Aufsicht der betreffenden Börsenbehörde.

Denselben darf die Festlegung der Kurse und Preise, sowie die Anstellung der die Kurs- und Preisnotierungen bewirkenden Personen nur unter Mitwirkung und Verantwortung der Börsenbehörde überlassen werden.

1. Zunächst ist das Gebiet und das Maß der staatlichen Aufsicht im Entwurf ein bedeutend umfangreicheres als in der BEC. Nur insofern ist der Bundesrat den Vorschlägen der BEC. gefolgt, als er die oberste Aufsicht über die Börse den Landesregierungen überträgt, die ihrerseits wieder die Handelsorgane (Handelskammern, kaufmännische Korporationen) damit betrauen dürfen. Die staatliche Aufsicht soll nach dem Entwurf § 1 Abs. 3* ausgedehnt werden auf die Kündigungsbureaus, Liquidationskassen, Liquidationsvereine und ähnliche Einrichtungen des Börsenverkehrs. Aus den Motiven ist ersichtlich, daß der Bundesrat zwar zwingenden Anlaß zu diesen gesetzlichen Maßnahmen nicht findet; doch weil alle derartigen Einrichtungen in die Sphäre der Börseneinrichtungen hinübergreifen, glaubte er sie der Aufsicht der Landesregierungen unterstellen zu müssen. Wenn die BEC. von dergleichen Bestimmungen abgesehen hatte, so liegt das wohl darin, daß sie diesen Instituten weniger Bedeutung beilegte. Jedenfalls ist die Maßnahme des Bundesrats als zweckmäßige Weiterbildung der Vorschläge der BEC. aufzufassen.

Etwas anders steht es mit der folgenden Aenderung. Die BEC. hatte ausdrücklich auf die Bestellung besonderer Staatsbeamte zur Beaufsichtigung der Börsen als Vertreter der Landesregierungen verzichtet mit dem Hinweis der Zwecklosigkeit derartiger Aufsichtsorgane in andern Ländern. Dagegen waren die Vertreter der verbündeten Regierungen anderer Meinung. Sie glaubten, daß die Börse einer verstärkten Aufsicht nicht entraten könne und daß eine solche sich nicht ohne ein Organ herstellen lasse, das, in ständiger Berührung mit der Börse, über deren Geschäfte und Geschäftsbetrieb genau unterrichtet ist. In diese Stellung soll nach dem Vorschlag des Bundesrats § 2* der Regierungscommissar der BEC., dessen Tätigkeit sich dort nur auf Mitwirkung im Ehrengericht erstreckte, einrücken. Er soll von den Vorgängen an der Börse fortlaufend Kenntnis nehmen, über etwa hervortretende Mißstände berichten und Vorschläge zu deren Abstellung machen. Von diesem „unbefangenen und zuverlässigen Beobachter" erwartet der Bundesrat außerdem, er werde durch seine Tätigkeit dem weitverbreiteten Mißtrauen gegen die Börse

* § 1 Abs. 3 des Entwurfes lautet:

Der Aufsicht der Landesregierungen und der mit der unmittelbaren Aufsicht betrauten Handelsorgane unterliegen auch die auf den Börsenverkehr bezüglichen Einrichtungen der Kündigungsbureaus, Liquidationskassen, Liquidationsvereine und ähnlicher Anstalten.

** § 2 des Entwurfes lautet: Bei jeder Börse ist als Organ der Landesregierung ein Staatskommissar zu bestellen. Ihm liegt die Beachtung der Vorgänge an der Börse ob, sowie die Berichterstattung über hervorgetretene Mängel und über die Mittel zu ihrer Abstellung.

Mit Zustimmung des Bundesrats kann für einzelne Börsen die Thätigkeit des Staatskommissars auf die Mitwirkung beim ehrengerichtlichen Verfahren beschränkt oder, sofern es sich um kleine Börsen handelt, von der Bestellung eines Staatskommissars abgesehen werden.

entgegenwirken.* Der Bundesrat steht mit der Schaffung dieses Instituts direkt im Widerspruch mit den Vorschlägen der BEC., wenngleich auch in der Commission von einer kleinen Minderheit ein derartiger Staatsbeamter gewünscht worden war. Man konnte voraussehen, daß die Kaufmannschaft gegen diese Ausdehnungen der Funktionen des Staatscommissars Stellung nehmen würde; sie schwärmt ja fast durchweg für das laissez-faire-Prinzip. Thowardt** weist auf den österreichischen Staatscommissar und dessen Mißerfolg hin. Dem ist entgegenzuhalten, daß der Bundesrat einen solchen Beamten garnicht geschaffen hat. Er stellt seinen Staatscommissar nur als einen Beobachter der Vorgänge an der Börse hin; nach wie vor bleibt die Selbstverwaltung der Börsen unangetastet. Daß für die Landesregierungen ein derartiges Beobachtungsorgan geschaffen wird, ist mit Rücksicht auf die ihr zustehende Verpflichtung der Beaufsichtigung der Börse zu verstehen und zu billigen. In der BEC. war die Notwendigkeit desselben überdies von manchen Seiten anerkannt worden. Aus den Verhandlungen der Commission folgt nur, wie auch Gschwindt*** hervorhebt, daß direktes staatliches Eingreifen in die einzelnen Gebiete des Börsenwesens nicht der richtige Weg zu einer gründlichen Börsenreform ist. Der Bundesrat steht durch die Ausdehnung der Tätigkeit des Staatscommissars auf die Beobachtung der Börse zwar im Gegensatz zu den Vorschlägen der BEC., aber der innere Zusammenhang der Verhandlungen in der Commission schließt ein derartiges Beobachtungsorgan nicht aus. Vom praktischen Standpunkt aus ist es entschieden zu billigen.

Bei kleinen Börsen soll mit Zustimmung des Bundesrats von der Bestellung eines Staatscommissars abgesehen werden können, da deren Getriebe von der Landesregierung leichter übersehen werden kann. Für

* Die Begründung des Gesetzentwurfes bemerkt über die Stellung des Staatskommissars (S. 14): Um der Landesregierung eine wirksame Handhabung der Aufsicht über die Börse zu ermöglichen, ist es erforderlich, daß sie stets in reger Fühlung mit dem Börsengetriebe bleibt und jederzeit unmittelbar von beachtenswerten Vorgängen innerhalb desselben in Kenntnis gesetzt wird. Eine solche Verbindung zwischen der Landesregierung und der einzelnen Börse herbeizuführen, ist Sache des Staatskommissars, dessen Bestellung der § 2 des Entwurfs vorschreibt. Er soll, soweit es zur Erreichung jenes Zweckes nötig wird, sich in dem Verkehr an der Börse bewegen und über die Entwickelung der Formen des Börsenhandels dauernd auf dem Laufenden erhalten, um so als unparteiischer Beobachter die Aufmerksamkeit der Landesregierung auf etwa hervortretende Mißbräuche hinlenken und zugleich die Mittel zu ihrer Beseitigung angeben zu können. Bereits das österreichische Gesetz vom 1. IV. 1875 (§ 4) enthält die Institution eines bei jeder Börse zu bestellenden Börsenkommissars, welcher auch die Oberaufsicht an der Börse führt. Diese letztere Funktion hat der Entwurf dem Staatskommissar nicht übertragen. Dagegen wird die allgemeine Thätigkeit des Commissars durch die Wahrnehmung derjenigen besonderen Obliegenheiten Anregung und Befruchtung gewinnen, welche ihm, wie unten näher zu begründen, zur Wahrnehmung des öffentlichen Interesses im ehrengerichtlichen Verfahren zugewiesen werden müssen.

Daß ein unbefangener und zuverlässiger Beobachter sich von den Vorgängen an der Börse fortlaufend in Kenntnis erhält, wird dazu dienen, dem weitverbreiteten Mißtrauen gegen die Börse, soweit es auf Unkenntnis der Uebertreibung beruht, entgegenzuwirken.

** cfr. Thowardt: Zum Börsengesetz a. a. O. S. 12.

*** cfr. Pfleger-Gschwindt: Börsenreform in Deutschland (Münchener volkswirtschaftliche Studien. Bd. 22.

die übrigen Börsen bleibt die Erwägung vorbehalten, ob es eventuell tunlich erscheint, bei einzelnen von ihnen die Tätigkeit des Staatscommissars auf die Mitwirkung im ehrengerichtlichen Verfahren zu beschränken.

2. Neu vorgesehen wurde in dem Entwurf der Börsenausschuß* als ständiges Sachverständigenorgan für den Bundesrat. Die Notwendigkeit dieses Organs erblickte der Bundesrat in der Vielseitigkeit und Bedeutung der dem Bundesrat übertragenen, eine umfassende, sachliche Information voraussetzenden Funktionen. Er fürchtete, daß er die dazu nötige Sachkenntnis nicht besitze und wollte sich deshalb den Beirat von Sachverständigen sichern. Die Motive äußern sich darüber „dem Bundesrat zu überlassen, sich einen solchen Beirat in jedem einzelnen Falle zu bilden, ist wegen des damit verbundenen Zeitverlustes und des zu befürchtenden Mangels an Gleichmäßigkeit in der Erstattung der Gutachten nicht ratsam. Vielmehr empfiehlt es sich, dem Bundesrat ein jederzeit bereites Organ an die Hand zu geben, welches imstande ist, auf die Beschaffung und Ergänzung der nötigen Unterlagen ein dauerndes Augenmerk zu richten und sich mit den einzelnen Börsen fortlaufend im Einvernehmen zu halten. Die dem Bundesrat übertragene Reihe von Anordnungsbefugnissen steht unter sich im innern Zusammenhange, und nur eine die gesamte Börsentechnik beherrschende und in ihrer Entwicklung beobachtende Instanz, bei welcher sämtliche das Börsenwesen berührende Interessen vertreten sind, wird in der Lage sein, diesem innern Zusammenhange gerecht zu werden und die genügende Vorbereitung der Beschlüsse zu sichern. Auch in den beteiligten Kreisen dürfte ein solches Organ größeres Vertrauen genießen als eine für den Einzelstaat zusammen gerufene Commission.** Es sollte der Börsenausschuß aus mindestens dreißig vom Bundesrat, in der Regel auf je drei Jahr, zu wählenden Mitgliedern bestehen, aber die Wahl von zwei Dritteln der Mitglieder auf Vorschlag der Organe der deutschen Börsen erfolgen. Der Ausschuß sollte nach den Motiven einerseits eine Gesamtvertretung der Interessen aller deutschen Börsen darstellen, aber es sollte gleichzeitig eine Hinzuziehung und Mitwirkung des kaufenden Publikums gesichert werden.

Die gegen diese Zusammensetzung des Börsenausschusses von Tiessen*** vorgebrachten Bedenken erscheinen uns bedeutungslos. Er empfahl einen Börsenausschuß nur aus Kaufleuten bestehend, von den

---

* Der Entwurf bemerkt darüber im § 3: Zur Begutachtung über die durch dieses Gesetz der Beschlußfassung des Bundesrats überwiesenen Angelegenheiten ist als Sachverständigenorgan ein Börsenausschuß zu bilden. Er besteht aus mindestens 30 Mitgliedern, welche vom Bundesrat in der Regel auf je 3 Jahre gewählt werden. Eine erneute Wahl ist zulässig. Die Wahl von zwei Dritteln der Mitglieder erfolgt auf Vorschlag der Organe der deutschen Börsen, darüber, in welche Zahl diese Mitglieder von den einzelnen Börsen vorzuschlagen sind, bestimmt der Bundesrat.

Die Geschäftsordnung für den Ausschuß wird nach Anhörung desselben von dem Bundesrat erlassen; der letztere setzt auch die den Ausschußmitgliedern zu gewährenden Tagegeldern und Reisekosten fest.

** cfr. Entwurf a. a. O. S.

*** cfr. Thiessen. Der Börsengesetzentwurf. (Volkswirtschaftl. Zeitfragen Jahrg. 1895, Heft 134, S. 6/7.

Börsen frei gewählt und nach dem Verhältnis ihrer Bedeutung zusammengesetzt. Ob dieser Ausschuß empfehlenswerter wäre, dünkt uns recht zweifelhaft. Der Ausgangspunkt der Börsengesetzgebung ist — das wird in den Verhandlungen der BEC. immer wieder betont — der Schutz des kaufenden Publikums. Wie dieser Schutz in der von Thiessen empfohlenen Börsenbehörde vertreten sein soll, ist nicht ersichtlich, während gerade diesem Bedürfnis der Vorschlag des Bundesrats gerecht wird. Wie wir schon oben andeuten ist dieses Institut gegenüber der BEC. etwas vollkommen Neues; seine Zweckmäßigkeit steht aber jedenfalls außer Zweifel.

3. Ein kleiner Unterschied findet sich in der Gestaltung der Bestimmungen über den obligatorischen Inhalt der durch die Landesregierungen zu genehmigenden Börsenordnungen. In rechtlicher Uebereinstimmung mit dem Vorschlag der BEC. bestimmt § 5 des Entwurfes:

Die Börsenordnung muß Bestimmungen treffen:

1. über die Börsenleitung und ihre Organe,

2. über die Geschäftszweige für welche die Börseneinrichtungen bestimmt sind;

3. über die Voraussetzungen der Zulassung zum Besuche der Börse;

4. darüber, in welcher Weise die Preise und Kurse zu notieren sind.

Der weitere Zusatz der BEC. „bezüglich Punkt 2 soll der Bundesrat befugt sein, Anordnungen zu erlassen," wurde im Entwurf nicht aufgenommen. Aus den Motiven geht hervor, daß der Bundesrat ein praktisches Bedürfnis hierzu in anbetracht der dem Bundesrat schon zustehenden Befugnisse nicht für notwendig hielt. Besondere Rücksichtnahme ließ der Entwurf den hanseatischen Börsen zu teil werden. Durch die Bestimmung im § 6, daß die Erlaubnis der Benutzung von Börseneinrichtungen zu Gunsten der in der Börsenordnung nicht genannten Geschäftszweige zulässig sein soll, wenn nicht besondere Vorschriften des Gesetzes entgegenstehen.* Diese Bestimmung ist kaum von Bedeutung gegenüber anderen großen Berücksichtigungen der hanseatischen Börsen.

4. Die von der BEC. vorgeschlagenen Bedingungen über die Zulassung von Personen zur Börse nahm der Bundesrat nicht in den Entwurf auf. Der Grund hierfür ist die bedauerliche Rücksichtnahme auf die Eigentümlichkeiten einzelner Börsen, vornehmlich der Hamburger Börse. Der Entwurf verzichtet somit auf die Annäherung an die an der Londoner Stock-exchange bestehenden Verhältnisse, welche die BEC. anbahnen wollte. Er bezeichnet nur, ähnlich wie § 5 des österreichischen Börsengesetzes vom 1. April 1875, eine Reihe von Personen, die unter allen Umständen von der Börse ausgeschlossen werden sollen. Daneben soll es allerdings den Börsenordnungen überlassen bleiben etwaige weitere Fälle der Ausschließung hinzuzufügen. Auch hier hat

* Der Wortlaut der § 6 ist: Die Börsenordnung kann für andere als die nach § 5 Ziffer 2 zu bezeichnenden Geschäftszweige, sofern dies nicht mit besonderen Bestimmungen dieses Gesetzes (§§ 31, 39, 47, 48) im Widerspruch steht, die Benutzung von Börseneinrichtungen zulassen. Ein Anspruch auf die Benutzung erwächst in diesem Falle für die Beteiligten nicht.

also der Bundesrat den Boden der Ergebnisse der Enquete verlassen, indem er auf jede Garantie für die sittliche Befähigung der neu aufzunehmenden Börsenmitglieder verzichtet. Der Versuch der BEC. die Börsenbesucher auf ein höheres Niveau zu heben, ist als gescheitert anzusehen. Die Vorschrift des Entwurfs über die Zulassungsbedingungen steht somit weit zurück hinter dem diesbezüglichen Vorschlage der BEC.

5. Auch betreffs der Disziplinarvorschriften zeigt der Entwurf ein anderes Gepräge als die Vorschläge der Commission. Als zweckmäßig ist zunächst zu bezeichnen, daß der Bundesrat an die Stelle des von der BEC. vorgeschlagenen Wortes Disziplinarhof den Ausdruck Ehrengericht setzte. Denn die eigentliche Börsendisziplin ist bereits im § 8* geregelt und die Grundlage der Verfolgung nach § 9 ff. bildet eine unehrenhafte Handlung, ein Begriff, der auch an ausländischen Börsen der Ausgangspunkt für eine Ahndung ist (dishononrable conduct). Insofern ist der Bundesrat der BEC. gefolgt, als er im Prinzip die Wahrung der kaufmännischen Ehre dem Urteil der Standesgenossen im § 9 unterstellte.** Aber eine bedenkliche Beschränkung der Ausdehnung der ehrengerichtliche Tätigkeit nahm der Bundesrat vor, indem er die Verantwortung der Börsenbesucher vor dem Ehrengericht auf die von ihnen im Zusammenhang mit ihrer Tätigkeit an der Börse begangenen unehrenhaften Handlungen beschränkt.*** Nach dem Entwurf könnte also gegen jemand, von dem bekannt ist, daß er außerhalb der Börse die bedenklichsten Wuchergeschäfte macht, die faulsten Gründungen vornimmt, vom Ehrengericht nicht vorgeschritten werden, so lange er sich in seiner Tätigkeit an der Börse nicht vergeht. Die BEC. hatte in recht erfreulicher Weise durch ihren Vorschlag† eine Hebung des Korpsgeistes der Börsenbesucher angestrebt, auf die der Bundesrat leider verzichtete.

---

* Der Entwurf bestimmt in § 8, (S. 5) die Börsenaufsichtsbehörde ist befugt, zur Aufrechterhaltung der Ordnung und für den Geschäftsverkehr an der Börse Ordnungen zu erlassen.

Die Handhabung der Ordnung in den Börsenräumen liegt dem Börsenvorstande ab. Er ist befugt, Personen, welche die Ordnung oder den Geschäftsverkehr stören, sofort aus den Börsenräumen zu entfernen und mit zeitweiliger Ausschließung von der Börse oder mit Geldstrafe zu bestrafen. Das Höchstmaß beider Strafen wird durch die Börsenordnung festgesetzt. Die Ausschließung von der Börse kann mit Genehmigung der Börsenaufsichtsbehörde durch Anschlag in der Börse bekannt gemacht werden.

Gegen die Verhängung der Strafen findet innerhalb einer durch die Börsenordnung festzusetzenden Frist die Beschwerde an die Börsen-Aufsichtsbehörde statt.

Finden sich an der Börse Personen zu Zwecken ein, welche mit der Ordnung oder dem Geschäftsverkehr an derselben unvereinbar sind, so ist ihnen der Zutritt zu untersagen.

** § 9 des Entwurfes lautet: An jeder Börse wird ein Ehrengericht gebildet. Es besteht, wenn die unmittelbare Aufsicht über die Börse einem Handelsorgan (§ 1 Abs. 2) übertragen ist, aus der Gesamtheit oder einem Ausschuß dieses Aufsichtsorgan, andernfalls aus Mitgliedern, welche von den Börsenbesuchern oder den Börsenorganen gewählt werden. Die nähere Bestimmungen über die Zusammensetzung des Ehrengerichts werden von der Landesregierung erlassen (S. 6).

*** Im § 10 setzt der Entwurf fest: Das Ehrengericht zieht zur Verantwortung Börsenbesucher, welche im Zusammenhang mit ihrer Tätigkeit an der Börse sich eine unehrenhafte Handlung haben zu schulden kommen lassen.

† cfr. Anm. oben S. 68 ff.

Damit stimmt der Entwurf mit den Vorschlägen der VEC. überein, daß er eine Mitwirkung des Staatscommissars beim Ehrengericht vorsah.* Dessen Tätigkeit hat der Entwurf ein wenig ausgedehnt. Der Staatscommissar ist berechtigt, Fragen an den Beschuldigten und an die Sachverständigen zu richten, ihm steht das Recht der Berufung gegen das Urteil des Ehrengerichts zu, und nur mit seiner Zustimmung kann das Verfahren eingestellt werden. Er ist somit etwas mehr in den Mittelpunkt des ganzen Verfahrens gerückt worden. Uebertrieben aber sind auf jeden Fall die Vorwürfe Thorwarts,** daß durch die Machtbefugnisse des Staatscommissars von der Selbständigkeit des Ehrengerichts so gut wie nichts übrig bleibe und daß dadurch Kollisionen zwischen dem Staatcommissar einerseits und den kaufmännischen Mitgliedern des Ehrengerichts andererseits entstehen würden. Es ist anzunehmen, daß die Staatsregierungen geeignete Persönlichkeiten für das allerdings schwere Amt des Staatscommissars ausfindig machen werden, die in sich nach Cohn*** „das suaviter in modo mit dem fortiter in re" vereinigen. Jedenfalls ist anzuerkennen, daß der Entwurf bezüglich der Beteiligung des Staatscommissars am Ehrengericht den Vorschlägen der VEC. gefolgt ist.

Von der Einführung einer Berufungsinstanz gegen die Entscheidung eines Ehrengerichts hatte die VEC. trotz der starken Gründe, die in der Enquete für das Rechtsmittel der Berufung vorgebracht worden waren, Abstand genommen, weil sie keine Instanz finden konnte, durch welche die Entscheidung ausschließlich in die Hände von Berufsgenossen der Börsenbesucher, was von der Kommission gefordert wurde, gelegt worden wäre. Schon Cohnstaedt† hatte dies als einen Mangel des Kommissionsvorschlages bezeichnet und betont, daß die vom Disziplinarhof erlassenen Urteile gerade so notwendig einer Berufungsbehörde bedürfen, wie die richterlichen Entscheidungen. Zur Abhilfe des Mißstandes schlug er vor, dem Wunsche der VEC. Rechnung tragend, im Streitfall einen neuen Disziplinarhof an der gleichen Börse zu bilden, oder den Disziplinarhof einer anderen Börse als Rekursinstanz zu benutzen. In noch zweckmäßigerer Weise schuf der Bundesrat im § 17†*

* § 9 des Entwurfes bemerkt dazu: Von der Einteilung oder Ablehnung eines ehrengerichtlichen Verfahrens ist der Staatscommissar zu unterrichten. Er kann die Einteilung eines ehrengerichtlichen Verfahrens verlangen. Diesem Verlangen sowie allen von dem Commissar gestellten Beweisanträgen muß stattgegeben werden. Der Commissar hat das Recht, allen Verhandlungen beizuwohnen und die ihm geeignet erscheinenden Anträge sowie Fragen an den Beschuldigten, die Zeugen und Sachverständigen zu stellen.

** cfr. Thowart a. a. O. S. 11 12.

*** cfr. Cohn: Beitrag zur deutschen Börsenreform S. 155.

† cfr. Cohnstaedt: Die Vorschläge der VEC. S. 11.

†* § 17 lautet: Gegen die Entscheidung des Ehrengerichts steht sowohl dem Staatscommissar als dem Beschuldigten die Berufung an die periodisch zu bildende Berufungskammer offen.

Die Berufungskammer besteht aus einem Vorsitzenden und sechs Beisitzern. Der Vorsitzende wird von dem Bundesrat bestimmt. Die Beisitzer werden von dem Börsenausschusse aus seinen auf Vorschlag der Börsenorgane berufenen Mitgliedern gewählt; von den Beisitzern dürfen nicht mehr als zwei derselben Börse angehören.

des Entwurfes eine solche Berufungskammer durch Heranziehen der von den Börsen entsendeten Mitgliedern des Börsenausschusses. Ueber die Notwendigkeit dieser Rekursinstanz bemerken die Motive des Gesetzentwurfes* folgendes: „Mit Recht ist hervorgehoben worden, daß die Strafen, auf welche im ehrengerichtlichen Wege erkannt werden kann, insbesondere die Ausschließung vom Besuche der Börse auf längere Zeit oder für immer, unter Umständen einen tiefen Eingriff in die Berufs- und Vermögenssphäre darstellen. Wenn auf andern Gebieten bei Strafverhängungen von viel geringerer Bedeutung die Anrufung einer zweiten Instanz zugelassen wird, so erscheint es um so bedenklicher, sie hier auszuschließen, als die Mitglieder eines Ehrengerichts mit den Formen eines Strafverfahrens nicht berufsmäßig vertraut sind. Auch das Interesse der Allgemeinheit erheischt es, die Revision der ersten Entscheidung durch ein Organ offen zu halten, welches die gemeinsamen Anschauungen aller deutschen Börsen vertritt." Der Bundesrat hat somit den in der BEC. betonten Gründen durchaus Rechnung getragen und zugleich einem wesentlichen Bedürfnis abgeholfen. Es steht deshalb die Schaffung einer Rekursinstanz gegen die Entscheidung eines Ehrengerichts im Zusammenhange mit den Ergebnissen der Enquete.

Bedenklich ist es dagegen, daß der Bundesrat in den §§ 12—27 durch „festumgrenzte Vorschriften" über das ehrengerichtliche Verfahren eine Bestrafung und Ausscheidung unehrenhafter Elemente besser zu erreichen hofft, als bisher. Man ist es sonst gewöhnt, bei Ehrengerichten dem Ermessen der Standesgenossen einen möglichst weiten Spielraum zu lassen, um auch die Fälle treffen zu können, die sich nicht in Paragraphen unterbringen lassen. Es ist kaum glaublich, daß mehr als ein Viertel aller Paragraphen des Entwurfs Bestimmungen über das Ehrengericht enthalten. Demgegenüber ist die knappe Form, in der die BEC. diese Materie behandelt, zu bevorzugen.

Von einer Aufzählung der Fälle, die vor allem disziplinarisch zu ahnden sind, sah der Bundesrat im Gegensatz zu den Vorschlägen der BEC. ab, und dies ist entschieden zu billigen. Denn, wenn ein Tatbestand einer ehrengerichtlich zu ahnenden Handlung in das Gesetz aufgenommen werden sollte, müßte eine in jeder Beziehung zweifelsfreie Feststellung des Tatbestandes erfolgen. Diese Feststellung stößt aber auf tatsächliche und juristische Schwierigkeiten. Deshalb ist es zu billigen, daß der Entwurf dem Ehrengericht bei der Beurteilung und Entscheidung über jeden Fall freie Hand läßt. Bezüglich der vom Ehrengericht zu verhängenden Strafen ist der Bundesrat den Vorschlägen der BEC. gefolgt.

Die von der BEC. vorgeschlagene Ehrenerklärung für unschuldig Angeklagte ist im Entwurf beseitigt. Es soll dadurch vermieden werden, daß solche Personen, die ohne Ehrenerklärung frei-

---

Für den Vorsitzenden und die Beisitzer werden in gleicher Weise Stellvertreter bestellt.

In einer Spruchsitzung dürfen nicht mehr als zwei Beisitzer mitwirken, welche derselben Börse angehören (S. 7.)

* cfr. Begründung des Gesetzentwurfes S. 16.

gesprochen werden, ein Makel trifft. Außerdem, führen die Motive an, gibt die Bestimmung, daß die Entscheidung des Ehrengerichts mit Gründen versehen sein muß, dem zu Unrecht Beschuldigten ein Mittel in die Hand, sich durch Veröffentlichung des Urteils in der öffentlichen Meinung zu rehabilitieren. Auf das Verfängliche des Vorschlages der BEC. ist schon oben hingewiesen worden und es ist aus den dort erörterten Gründen die Streichung der Ehrenerklärung als zweckmäßig anzuerkennen.

6. Schließlich findet sich noch ein kleiner Unterschied von den Vorschlägen der BEC. hinsichtlich der Bestimmungen über die Schiedsgerichte. Auch der Entwurf erkennt es als Mißstand an, daß das für die Börsenbesucher geschaffene Schiedsgericht oftmals Personen aufgenötigt wird, die außerhalb der Börse stehen. Jedoch weicht er von dem Commissionsvorschlag insofern ab, als er im § 28 die Gültigkeit der vor der Entstehung des Streitfalls geschehenen Unterwerfung unter das Schiedsgericht nicht an die Zugehörigkeit beider Parteien zu derselben Börse knüpft, sondern nur davon abhängig macht, daß die Beteiligten Kaufleute oder ins Börsenregister eingetragen sind. Außerdem will der Bundesrat diese Bestimmung reichsgesetzlich festlegen und nicht, wie die BEC. vorgeschlagen hatte, der Regelung durch die Börsenordnungen überlassen. Die ganze Materie ist von geringerer Bedeutung als die vorhergehenden Angelegenheiten, sodaß auf die Abweichung des Entwurfs kein besonderes Gewicht zu legen ist.

Der Bundesrat verließ, wie aus dem obigen hervorgeht, die von der BEC. vorgezeichneten Bahnen in ausgedehntestem Maße. Die von der BEC. bei der Organisation der Börsen eingeschlagene Vermittlung von Staatsaufsicht und Selbstzucht ist zwar im Entwurf beibehalten, doch haben sich die Grenzen zwischen ihnen zu gunsten ersterer verschoben, was wir als zweckmäßig bezeichnen können. Weniger glücklich war der Bundesrat in seinen Vorschlägen über die Zusammensetzung der Börsenkreise. Er wollte noch weniger als die BEC. die Zulassung von der Erfüllung gewisser Bedingungen abhängig machen, welche eine wirksame Garantie für das moralische Verhalten der Börsenbesucher bieten. Auch die Neuerungen des Bundesrats über das Ehrengericht sind bis auf die Aufhebung der Ehrenerklärung und die Schaffung einer Berufsinstanz weniger vorteilhaft als die entsprechenden Vorschläge der BEC.

III.

Das BG. zeigt eine Fortentwicklung der vom Bundesrat angestrebten Tendenzen und entfernt sich noch mehr als dieser von den in der BEC. gemachten Vorschlägen.

1. Von einer Aufsicht der Börsen durch das Reich wollte auch der Reichstag ebensowenig wissen als der Bundesrat und die BEC. Auch er glaubte den verschiedenen Verhältnissen der einzelnen Börsen Rechnung tragen zu sollen. Dagegen sind hinsichtlich der Beaufsichtigung der Börsen durch die Landesregierungen die Vorschläge der BEC. und des Bundesrats bedeutend verschärft worden.

Es wurde im Reichstag und in der Reichstagscommission darauf aufmerksam gemacht, daß, wenn man sich einmal mit dem Institut eines Staatscommissars behelfen wolle, man ihn auch mit Befugnissen ausstatten müsse, die eine gedeihliche Tätigkeit von ihm erwarten lassen. Wenn der Staatscommissar weiter nichts tun dürfe, als Beobachtungen anstellen und Berichte erstatten, so könne das Ansehen, welches er in Börsenkreisen genieße, kein großes sein und seiner behördlichen Stellung nicht entsprechen. Davon ausgehend, übertrug der Reichstag dem Staatscommissar im § 2 die Ueberwachung des Geschäftsverkehrs und der Befolgung der inbezug auf die Börse erlassenen Gesetze. Ferner bietet das BG. dem Staatscommissar jede Gelegenheit, sich über die Vorgänge an der Börse zu informieren. Es soll ihm das Recht zustehen, allen Beratungen der Börsenorgane beizuwohnen. Dem Umstand, daß eine Ueberwachung des riesigen Verkehrs an den größeren Börsen, der sich innerhalb weniger Stunden zwischen Tausenden vollzieht, durch einen Staatscommissar kaum möglich sein wird, glaubte der Reichstag Rechnung tragen zu müssen. Er bestimmte deshalb, daß die Staatsregierung auch zur Bestellung mehrerer Staatscommissare für eine Börse befugt sei und schuf damit dem Entwurf gegenüber eine Erweiterung, deren Nützlichkeit augenscheinlich ist.*

Die Bestimmungen über die staatliche Aufsicht der Börsen treten in jeder neuen Phase ihrer Entwicklung schärfer auf als in der vorhergehenden. Die BEG. hatte den Landesregierungen die Aufsicht über die Börsen zugestanden, dagegen ein Bedürfnis, diese Aufsicht durch besondere, lediglich für diesen Zweck bestellte Beamte auszuüben, nicht anerkannt. Die Regierungsvorlage ging schon einen Schritt weiter, indem sie einen solchen besonderen Beamten, den Staatscommissar, zur Beobachtung der Vorgänge an der Börse schuf. Der Reichstag schließlich verschärfte die Bestimmungen des Entwurfes um ein wesentliches, indem er dem Staatscommissar die Ueberwachung der Börse übertrug.

Ob diese Maßregel zur Beseitigung der Mißstände an der Börse wird beitragen können, erscheint uns zweifelhaft. Zwar wird durch den einmütigen Protest der Kaufmannschaft gegen den Staatscommissar der Beweis seiner Zwecklosigkeit noch nicht erbracht. Daß sie diese weitgehende Staatskontrole als ungerechtfertigten Eingriff in ihre Geschäftssphäre bezeichnet, durch die ihr „berechtigtes Standesgefühl" verletzt werden müßte, will ebensowenig heißen wie der Vergleich mit Oesterreich, Es genügt auf den Umstand hinzuweisen, daß unsere Industriellen sich

---

* Gegenüber dem § 2 Abs. 1 des Entwurfs:

Bei jeder Börse ist als Organ der Landesregierung ein Staatscommissar zu bestehen. Ihm liegt die Beachtung der Vorgänge an der Börse ob, sowie die Berichterstattung über hervorgetretene Mängel und über die Mittel zu ihrer Abstellung, lautet der § 2 Abs. 2 des Gesetzes:

Bei den Börsen sind als Organe der Landesregierung Staatscommissare zu bestellen. Ihnen liegt es ob, den Geschäftsverkehr an der Börse erlassenen Gesetze und Verwaltungsbestimmungen nach näherer Anweisung der Landesregierung überwachen. Sie sind berechtigt, den Beratungen der Börsenorgane beizuwohnen und die Börsenorgane auf hervorgetretene Mißbräuche aufmerksam zu machen. Sie haben über Mängel und über die Mittel zu ihrer Abstellung Bericht zu erstatten.

die Fabrikinspektion gefallen lassen müssen, um die Haltlosigkeit solcher Einwendungen aufzudecken. Eine Kränkung für die Kaufleute liegt in dem Institut des Staatscommissars keineswegs. Dagegen haben sich innere Zweifel an der Brauchbarkeit des Staatscommissars, wie ihn das BG. geschaffen hat, geltend gemacht. Die Stellung, welche der Staatscommissar durch das BG. erhalten hat, ist keine abgeschlossene, sie kann ihn selbst nicht befriedigen; denn, wenngleich er nicht ein rein informatorisches Organ ist, so hat er im Grunde doch recht wenig zu sagen, überall ist er an die Instruktionen der Landesregierungen gebunden. Was Ring von dem Staatscommissar der BEC. gesagt hat, gilt, wie Gschwindt* richtig bemerkt, in demselben Maße von dem Staatscommissar des BG. „ein solcher, überall gebundener Staatscommissar wird freilich der Statist bleiben, von dem in der hessischen Kammer die Rede war". Dem könnte allerdings abgeholfen werden, wenn man dem Staatscommissar das Recht der Exekutive einräumte. Das erscheint uns aber nicht minder bedenklich. Denn einmal ist es fraglich, ob seine Sachkenntnis derjenigen der Börsenorgane gleichkommen kann, vor allem aber würde dadurch die Regierung mit einer schweren Verantwortung belastet. Deshalb würde es sich vielleicht empfehlen, bei einer Börsenreform die Funktion des Staatscommissars auf die Beobachtung der Vorgänge an der Börse zu beschränken, wie der Bundesrat im Entwurf vorgeschlagen hatte. Dadurch wird der Zweck des ganzen Instituts, die Landesregierungen auf dem Laufenden zu erhalten über die Vorkommnisse an den Börsen und sie von den Unzuträglichkeiten derselben zu informieren, vollständig erreicht werden. Außerdem würde man dadurch der Handelskammern und Kaufleuten entgegenkommen, die sich wohl ein Beobachtungs- aber nicht ein Aufsichtsorgan gefallen lassen wollen.

2. Bezüglich der Stellung des Börsenausschusses glaubte der Reichstag in Commission und Plenum, daß der Bundesrat dessen Befugnisse zu sehr begrenzt habe. Die Reichstagscommission gab deshalb diesem Organ das Recht, Anträge an den Bundesrat zu stellen und Sachverständige zu vernehmen. Ferner setzte sie einen längeren Turnus — 5 Jahre — für die Amtsdauer des Börsenausschusses fest. Sie wollte dadurch erreichen, daß dieser sich mehr in die Geschäfte einlebt und daß eine gewisse Continuität in der Abgabe von Gutachten eintritt.

Auch betreffs der Zusammensetzung des Börsenausschusses nahm die IX. Commission eine Abänderung vor durch die Bestimmung, daß nur die Hälfte (nicht zwei Drittel) der Mitglieder auf Vorschlag der Börsenorgane, die andere Hälfte dagegen vom Bundesrat unter angemessener Berücksichtigung von Landwirtschaft und Industrie gewählt werden soll. Die Commission war der Ansicht, daß bei einer solchen Verteilung den deutschen Börsen eine angemessene Vertretung im Börsenausschuß gesichert würde und daß auch die anderen am Börsenhandel

* cfr. Pfleger-Gschwindt a. a. O. S. 228 (cfr. auch Ring S. 323.)

beteiligten Erwerbszweige bei dieser Regelung in billiger Weise berücksichtigt werden könnten.

Schließlich wurde noch in zweiter Lesung der IX. Commission beantragt, statt „Bundesrat" zu setzen „Reichskanzler". Der Antrag wurde damit begründet, daß ein „ausdrücklich gesetzliches Recht," Anträge an den Bundesrat zu stellen, die Befugnisse des Börsenausschusses, der doch in erster Linie Sachverständigenorgan sei, zu sehr ausdehne. Daraufhin wurde der Antrag angenommen und der Wortlaut der Absätze 1 und 2 der § 3 in folgender Fassung festgelegt:

> „Zur Begutachtung über die durch dieses Gesetz der Beschlußfassung des Bundesrats überwiesenen Angelegenheiten ist als Sachverständigenorgan ein Börsenausschuß zu bilden. Derselbe ist befugt, Anträge an den Reichskanzler zu stellen und Sachverständige zu vernehmen.
>
> Der Börsenausschuß besteht aus mindestens 30 Mitgliedern, welche vom Bundesrat in der Regel auf 5 Jahre zu wählen sind. Eine erneute Wahl ist zulässig. Die Wahl der Hälfte der Mitglieder erfolgt auf Vorschlag der Börsenorgane. Darüber, in welcher Anzahl dieselben von den einzelnen Börsenorganen vorzuschlagen sind, bestimmt der Bundesrat. Die andere Hälfte wird unter angemessener Berücksichtigung von Landwirtschaft und Industrie gewählt.

die auch vom Plenum acceptiert wurde.

Eine Rückkehr zu den Vorschlägen der BEC. findet im Schlußsatz der § 6 bezüglich der Börsenordnungen statt. Die IX. Commission bestimmte nämlich zu § 6 hinzuzufügen:

> „Der Bundesrat ist befugt, für bestimmte Geschäftszweige die Benutzung der Börseneinrichtungen zu untersagen oder von Bedingungen abhängig zu machen."

Der Bundesrat hatte diese Bestimmung nicht für nötig gehalten in Anbetracht der dem Bundesrat schon zustehenden Befugnisse. Der Reichstag war dagegen anderer Meinung. Er glaubte, daß das im § 40 dem Bundesrat eingeräumte Recht, Bestimmungen über die Aufgaben der Zulassungsstelle und Voraussetzungen der Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel zu treffen, keinen genügenden Schutz dagegen gewähre, daß unsichere Papiere an den Börsen eingeführt werden und sich ein tatsächlicher Handel in ihnen entwickeln. Deshalb wurde die obige, von der BEC. vorgeschlagene Bestimmung auch ins BG. aufgenommen.

Betreffs der Frage der Zulassung von Personen zur Börse schloß sich der Reichstag in Commission und Plenum vollständig dem Entwurf des Bundesrats an. Auch der Reichstag begnügte sich damit, eine Reihe von Fällen aufzustellen, in denen die Ausschließung von der Börse erfolgen muß. Somit ist der Angelpunkt der ganzen Börsenreformfrage unerledigt geblieben. Die BEC. hatte eine Nachahmung des an der Londoner

Effektenbörse autonom entwickelten Zulassungswesens angeregt. So schwach die diesbezüglichen Vorschläge der BEC. waren, so bildeten sie doch immerhin den ersten Schritt, um die erwünschte und notwendige Hebung des Korpsgeistes der deutschen Börsenbesucher herbeizuführen. Der Entwurf und das Gesetz folgten diesen Bahnen nicht. Sie sind in das gegenteilige Extrem verfallen, indem sie durch die Festsetzung von Ausschließungsbedingungen jede sich entwickelnde exklusivere Gestaltung des Zulassungswesens unmöglich machen. Die Regierungsvorlage und das Gesetz gestatten zwar außer jenen Ausschließungsgründen den Börsenbehörden die Aufstellung weiterer Ausschließungsgründe im § 7 Abs. 3.* Aber bei der Konkurrenz der deutschen Börsen unter einander ist es fast ausgeschlossen, daß die einzelnen Börsenbehörden diese Befugnis dazu benutzen werden, die englische Exklusivität herbeizuführen. Die von der Berliner Börse in dieser Beziehung getroffenen Bestimmungen** haben eine praktische Bedeutung nicht gewonnen. Nach wie vor verfügt ein beträchtlicher Teil der Berliner Börsenbesucher fast über nichts weiter als „Bleistift und Notizbuch", und darin liegt der Urgrund aller Börsenmängel und Börsenvergehen. Ob es nicht möglich gewesen wäre, die Vorschläge der BEC. auch in das Gesetz aufzunehmen, erscheint für die Effektenbörsen wenigstens kaum zweifelhaft. Die Bedeutung des historischen Zustandes der Hamburger Börse, der die Reform in diesem wesentlichsten Punkte der Börsengesetzgebung scheitern ließ, soll durchaus nicht unterschätzt werden. Ob sie aber groß genug war, um wenigstens für die Effektenbörsen — die Möglichkeit einer verschiedenen Behandlung der Effekten- und Warenbörsen wurde in der BEC. garnicht beachtet — eine einheitliche, zweckmäßige und allseitig anerkannte Neuregelung verhindern zu dürfen, ist kaum anzunehmen.

5. Bezüglich der Regelung des ehrengerichtlichen Verfahrens acceptierte der Reichstag in den §§ 9—27 fast genau die Vorschriften der Regierungsvorlage und hat daher das Gesetz in dieser Beziehung im großen und ganzen dieselben Vorteile und Nachteile wie diese. Nur in einigen Punkten sind Ergänzungen hinzugetreten.

Die Wahl der Mitglieder für das Ehrengericht soll nach § 9, wenn die Börse nicht unter der unmittelbaren Aufsicht einer Handelskammer steht, ausschließlich „den Börsenorganen" und nicht, wie es im Entwurf geschehen (s. oben S. 77), auch den Börsenbesuchern übertragen werden. Der Bericht der IX. Commission bemerkt zu dieser Aenderung, daß die Börsenorgane als die Vertrauensmänner der Börsenbesucher, da sie aus den Wahlen derselben hervorgingen, angesehen werden müßten und daß von diesen Organen im einzelnen Falle eine zweckmäßigere Auswahl der für das Ehrengericht geeigneten Persönlich-

* § 7 Abs. 3 BG. lautet: „Die Börsenordnungen können weitere Ausschließungsgründe festsetzen."

** Die Börsenordnung von Berlin bestimmt in § 16:

Der Antrag auf Zulassung zum Besuche der Börse ist schriftlich zu stellen und muß von drei Gewährsmännern, welche seit mindestens zwei Jahren ununterbrochen zum Besuche der Berliner Börse zugelassen sind, unterstützt werden."

keiten erwartet werden dürfe als von den Börsenbesuchern, die bei diesen Wahlen sich vielleicht oft durch persönliche Rücksichten und vorübergehende Stimmungen beeinflussen ließen."

Ferner wurde zu § 10 in der zweiten Lesung der Reichstagscommission der Antrag gestellt, das Wort „unehrenhafte" zu streichen und statt desselben zu setzen:

„mit der Ehre oder mit dem Anspruch auf kaufmännisches Vertrauen nicht zu vereinbarende."

Nachdem zur Begründung hervorgehoben war, daß der Begriff der kaufmännischen Ehre bei den einzelnen Börsenbesuchern ein sehr verschiedener sei und insbesondere beim Commissionsgeschäft das Vertrauensmoment eine besondere Rolle spiele, wurde der Antrag vom Reichstag in Commission und Plenum angenommen.

Des weiteren wurde von der Reichstagscommission im § 16 Abs. 1 die Frist innerhalb der dem Staatscommissar und dem Beschuldigten eine mit Gründen versehene Ausfertigung des Ehrengerichts zuzustellen ist, von einer Woche auf zwei Wochen verlängert.

Hinzugefügt wurde von der Commission zu § 16 Abs. 2:

„Sowohl der Staatscommissar wie der Beschuldigte können auch bei in ihrer Gegenwart erfolgter Verkündigung der Entscheidung eine mit Gründen versehene Ausfertigung derselben beanspruchen."

In einem fünften Absatz desselben Paragraphen wurde dem freigesprochenen Beschuldigten das Recht zugestanden, vom Ehrengericht die öffentliche Bekanntmachung der Freisprechung verlangen zu dürfen. Die Kosten dieser Bekanntmachung sind, wie bei der zweiten Lesung in der Reichstagscommission festgestellt wurde, vom Ehrengericht zu tragen.

Die Bestimmungen über die Börsenschiedsgerichte wurden vom Reichstag in der Fassung der Regierungsvorlage übernommen (s. oben S. 80).

Das Börsengesetz widerspricht nach dem Vorstehenden in verschiedenen Punkten den Vorschlägen der BEC.

Gegen das Institut des Staatscommissars als solchen ist nichts einzuwenden, trotzdem „die energischen Proteste" der Handelswelt andauern, wie sich aus den Verhandlungen auf dem Frankfurter Bankiertag ergibt. Die Einsetzung eines Staatscommissars ist zu billigen, wenn seine Tätigkeit aus den oben dargelegten Gründen in der vom Entwurf geregelten Weise beschränkt wird. Daß von den Landesregierungen durchweg geeignete Männer für dieses Amt ernannt werden, ergibt sich aus dem Umstand, daß auf dem Frankfurter Bankiertag* „die glückliche Auswahl und das taktvolle Auftreten" der Staatscommissare besonders anerkannt wurde.

Von verschiedenen Seiten wurde dagegen und nicht ohne Grund angegriffen, daß bei der Regelung der Zulassungsbedingungen zum Börsenbesuch der Reichstag in Commission und Plenum dem Entwurf beige-

* cfr. Verhandlungen des ersten allgemeinen deutschen Bankiertages zu Frankfurt a. M. S. 19.

stimmt hat. Die im BG. angeführten Ausschließungsgründe sind in der Tat wenig zweckmäßig, da dadurch nur die handgreiflich ungeeigneten Personen ferngehalten werden. Jedenfalls ist es außerordentlich zu bedauern, daß Bundesrat und Reichstag den in der BEC. gegebenen Anregungen nicht Folge geleistet haben. Bei einer Reform der BG. wäre es außerordentlich wünschenswert, daß dieser Punkt in einer befriedigenden Weise d. h. im Sinne der Vorschläge der BEC. geregelt würde.

Die Bestimmungen des BG. über das ehrengerichtliche Verfahren nähern sich wieder mehr den Vorschlägen der BEC., wenngleich auch hier manche Abweichungen, so namentlich die Festlegung des ehrengerichtlichen Verfahrens zu konstatieren sind.

V. Kapitel.

Terminhandel.

Der letzte Teil unserer Darstellung betrifft den Terminhandel. Auch hier weichen der Gesetzentwurf des Bundesrats und noch viel mehr das aus den Beratungen des Reichstags hervorgegangene Börsengesetz in wesentlichen Punkten von den Ergebnissen und Anträgen der BEC. ab. Während wir aber die Aenderungen, die der Bundesrat und Reichstag gegenüber der BEC. bei der Regelung der Börsenorganisation vornahmen, teilweise wenigstens als zweckmäßig bezeichnen konnten, ist uns das gleiche Urteil beim Terminhandel nicht möglich. Der allgemeinen Meinung, daß die wichtigsten Aenderungen unzweckmäßig und bedenklich, daß sie insbesondere auch auf die Gestaltung des Terminhandels nur schädlich gewirkt haben und einer Reform dringend bedürfen, müssen auch wir uns anschließen.

I.

Beim Terminhandel ist zunächst der börsenmäßige Terminhandel und der gewöhnliche Lieferungshandel zu unterscheiden. Der Bericht der BEC. bemerkt darüber* „der börsenmäßige Terminhandel hat sich aus dem Lieferungshandel als eine eigentümliche Geschäftsform entwickelt. Während beim gewöhnlichen Lieferungshandel, auch wenn er auf eine festbestimmte Lieferungszeit gerichtet ist, der Vertragsinhalt der Festsetzung in jedem einzelnen Fall überlassen werden kann, beruht der börsenmäßige Terminhandel darauf, daß an einer Börse für auf gewisse, festbestimmte Zeiten geschlossene Lieferungsgeschäfte unter Zugrundelegung fester Mengeneinheiten gemeinsame Bestimmungen vorweg festgesetzt sind, vermöge deren die einzelnen Geschäfte in betreff ihres Vertragsinhalts, abgesehen vom Preise, gleichartig sind, und daß an der betreffenden Börse fortdauernd für diese Geschäfte Preise (Terminpreise) durch öffentliche Organe kundgegeben werden. Infolge dieser Fürsorge für die Gleichartigkeit der Geschäfte und für das Bestehen eines offenkundigen Marktpreises derselben erleichtert der Terminhandel den Beteiligten die Gelegenheit, sich durch neue Geschäftsabschlüsse für bereits schwebende Geschäfte zu decken. Auch muß bei dem Terminhandel wegen jener Gleichartigkeit jeder der Contrahenten gewärtigen, daß die von seinem Gegencontrahenten versprochene Lieferung oder Uebernahme nicht von diesem, sondern, freilich unter dessen Einstehen dafür, von einem dritten bewirkt wird."

Die Commission war übereinstimmend der Ansicht, daß sich beim gewöhnlichen Lieferungshandel keinerlei Mißstände herausgestellt haben, die ein Eingreifen der Gesetzgebung oder der Staatsaufsicht erfordern,

* cfr. Commissionsbericht a. a. O. S. 109.

und daß ihre Tätigkeit sich demgemäß auf die Beurteilung des börsenmäßigen Terminhandels zu beschränken habe."

Beim börsenmäßigen Terminhandel ist zu unterscheiden der Terminhandel in Wertpapieren und in Waren.

Das Börsentermingeschäft wurde — in Uebereinstimmung mit der Ansicht der BEC. — im Gesetzentwurf (§ 45) und ebenso im BG. (§ 48) dahin bestimmt: „Als Börsentermingeschäfte in Waren oder Wertpapieren gelten Kauf- oder sonstige Anschaffungsgeschäfte auf eine festbestimmte Lieferungszeit oder mit einer festbestimmten Lieferungsfrist, wenn sie nach Geschäftsbedingungen geschlossen werden, die von dem Börsenvorstande für den Terminhandel festgesetzt sind, und wenn für die an der betreffenden Börse geschlossenen Geschäfte solcher Art eine amtliche Feststellung von Terminpreisen erfolgt."

Die Erörterung der Frage, ob der börsenmäßige Terminhandel einem Bedürfnis des Verkehrs entspricht, nahm, wie der Bericht der BEC. erwähnt, sowohl bei der Vernehmung der Sachverständigen als bei den Beratungen in der Commission selbst einen breiten Raum ein. Der Bericht der BEC. enthält eine sehr ausführliche Darstellung dieses Gegenstandes und erörtert sehr eingehend die Vorteile und Nachteile dieses Terminhandels. Aus dieser Darstellung seien hier die Hauptpunkte hervorgehoben.

Für den Terminhandel im allgemeinen wurde angeführt, daß er ein unabweisbares Bedürfnis des Verkehrs sei und demgemäß ohne Beeinträchtigung desselben nicht beseitigt werden könne.

Speziell für den Effektenterminhandel wurde von der BEC. hervorgehoben, daß er vornehmlich der Erleichterung der Ausgleichung internationaler Zahlungsverbindlichkeiten diene. Ferner sichere der Terminhandel eine gleichmäßigere Preisbewegung der Wertpapiere und bewahre vor großen Schwankungen; auch führe er eine richtigere Bewertung der betreffenden Wertpapiere herbei. Ein weiterer Vorteil desselben liege in der durch ihn gebotenen Möglichkeit, Kapitalien, die erst später fällig werden, schon früher zu vorher feststehenden angemessenen Kursen anzulegen und endlich sei der Terminhandel in Wertpapieren die Grundlage des Reportgeschäfts, welches in der Uebertragung der Lieferungsverpflichtung von dem nächsten auf einen späteren Termin bestehe.

Als besondere Nachteile des Terminhandels in Effekten wurde angegeben, daß durch den Terminhandel nicht nur keine zuverlässigere und richtigere Preisbewegung herbeigeführt, sondern im Gegenteil diese Preisbewegung abhängig gemacht würde von den Meinungen und Stimmungen solcher Personen, die kein sachverständiges Urteil über die den Wert der Wertpapiere bestimmenden Verhältnisse hätten. Auch diene das börsenmäßige Termingeschäft im wesentlichen Spekulationszwecken.

Für den börsenmäßigen Terminhandel in Waren wurde geltend gemacht, daß durch sein Eingreifen die durch den Wechsel der Ernten hervorgerufenen Preisschwankungen vermindert, die Uebergänge der Preise von der einen Ernte zur andern gemildert würden. Unentbehrlich sei ferner dieser Terminhandel für den internationalen Handelsverkehr und

schließlich biete er ein berechtigtes und unentbehrliches Mittel der Versicherung gegen Risiko und Preisschwankungen.

Gegen den Warenterminhandel wurde angeführt, daß er das Risiko auf die schwächsten Schultern schließlich übertrage und imstande sei, den Preisdruck zu vergrößern.*

Nach Ansicht der BEC. sind indessen die Vorteile, welche der börsenmäßige Terminhandel zu bieten vermag, sowohl für Wertpapiere, noch mehr aber für Waren erheblich genug, um die Berechtigung desselben anzuerkennen.

Die Nichtigkeit resp. den Unwert der in der BEC. für die Notwendigkeit des Effektenterminhandels angegebenen Momente hat Baron** in geschickter Weise nachzuweisen verstanden. Er erkennt als berechtigten Grund für die Zulassung des Terminhandels in Effekten nur die Handelsfreiheit an. Indessen gehen wir nicht so weit wie Baron, der aus Gründen der Sozialpolitik den Terminhandel in Effekten im allgemeinen unterdrückt haben und einen solchen nur in ausländischer Valuta und in deutschen Staatsanleihen anerkennen will. Demgegenüber verweisen wir auf die Bedeutungslosigkeit solcher Verbote des Terminhandels. Wie Ehrenberg*** zeigt, ist in Holland schon im 17. Jahrhundert der Terminhandel gesetzlich verboten worden und im folgenden Jahrhundert haben Frankreich und England in derartigen Bestimmungen gewetteifert, und doch haben sie nichts erreicht. Der Grund liegt darin, daß der Terminhandel eine den Bedürfnissen des Börsenverkehrs angepaßte Weiterbildung und Verfeinerung des gewöhnlichen Lieferungsgeschäfts ist und sich demgemäß nicht willkürlich unterdrücken läßt. Aus diesem Grunde erscheint uns die oben von Baron empfohlene Beschränkung des Terminhandels wenig brauchbar.

Die für die Berechtigung des Warenterminhandels von der BEC. angeführten Gründe, die darin gipfeln, darzutun, daß der Warenterminhandel sich nicht willkürlich, sondern nur unter bestimmten historischen Voraussetzungen in einer bestimmten Wirtschaftsstufe und nur in bestimmten Artikeln entwickeln kann, sind als gerechtfertigt anzuerkennen. Von agrarischer Seite wurde zwar schon in der BEC. den Terminspekulationen eine schädliche Wirkung auf die Preisbildung zugeschrieben und eine Unterdrückung des Warenterminhandels angestrebt. Cohn† weist in seinem Aufsatz „Zur Börsenreform" die Unerheblichkeit dieses Vorwurfes nach.

Während aber die BEC. den Terminhandel an sich als eine berechtigte Form des Börsenverkehrs anerkannte, fand sie tadelnswert die Art seiner Entwicklung und das Maß seiner Ausdehnung und machte demgemäß ihre Vorschläge.†* Für eine Regelung der Materie ging

* cfr. Commissionsbericht a. a. O. S. 109—136.

** cfr Baron a. a. O. S. 293.

*** cfr. Ehrenberg, die Fondsspekulation und Gesetzgebung.

† cfr. Cohn, Zur Börsenreform S. 12.

†* Der Commissionsbericht bemerkt dazu: Nach Ansicht der Commission sind die Vorteile, welche der börsenmäßige Terminhandel unleugbar zu bieten vermag, sowohl für Wertpapiere, wie wegen des umfassenden Versicherungs-

sie aus von der Forderung einer verschiedenen Behandlung der Effekten- und Warenbörse.

1. An der Spitze der Vorschläge der BEC. steht die für beide Börsen geltende Bestimmung,* daß der Bundesrat den Terminhandel untersagen oder von bestimmten Bedingungen abhängig machen darf. Ob diese letzte Vorschrift neben den für alle Börsen geltenden Normativbestimmungen für die Zulassung zum Terminhandel noch notwendig war, erscheint uns zweifelhaft.

2. Betreffs der Zulassung von Wertpapieren zum Terminhandel hielt die BEC. ein einheitliches Verfahren aller Börsen für zweckmäßig. Vor allem glaubte sie die Zulassung bei völlig ungenügender Grundlage verhindern zu sollen, um, wie der Bericht der Commission bemerkt,** die Gefahr einer Schwänze zu beseitigen und diesem Handel selbst eine geeignete Grundlage zu geben, deshalb machte die Commission die Zulassung von einem Mindestbetrag von 20 Millionen Mark abhängig.***

Auch das seitens der Börsenbehörde einzuschlagende Verfahren wünschte die BEC. reichsgesetzlich zu regeln. Sie wollte für jeden Einzelfall die Prüfung der Frage sichern, ob für die Zulassung ein wirtschaftliches Bedürfnis vorliegt und ob durch die Zulassung nicht andere erhebliche Interessen geschädigt werden. Diesem Leitgedanken entsprechend, machte die BEC. sehr ausführliche Vorschläge† über die

---

interesses noch mehr für Waren erheblich genug, um denselben an sich als eine berechtigte Form des Verkehrs anzuerkennen, während freilich die Art seiner Entwicklung und das Maß seiner Ausdehnung in betreff sowohl der sich beteiligenden Personen als der Gegenstände auch beträchtliche Nachteile für allgemeine Interessen, und hier wieder in erhöhtem Maße bei den Waren zur Folge hat (S. 136).

* Der Vorschlag der BEC. lautet S. 13:

Der Bundesrat ist befugt, den börsenmäßigen Terminhandel in bestimmten Wertpapieren oder Waren zu untersagen oder von gewissen Bedingungen abhängig zu machen.

** cfr. Commissionsbericht a. a. O. S. 193.

*** Der Commissionsvorschlag war: „Die zukünftige Zulassung von Wertpapieren zum Terminhandel und zur amtlichen Notiz der Terminkurse soll an allen deutschen Börsen von einem Mindestbetrag von 20 Millionen Mark des zuzulassenden Wertpapieres abhängig sein S. 16.

† Der Wortlaut des BEC. lautet (S. 97) S. 13:

Im einzelnen sollen in betreff der Zulassung von Wertpapieren zum Terminhandel folgende Grundsätze für alle Börsen gelten.

Dem Publikum ist durch Aushang an der Börse und Veröffentlichung in der Börse Kenntnis davon zu geben, daß die Beschlußfassung stattfinden wird.

Die Zulassung setzt voraus, daß bereits während eines längeren Zeitraumes ein regelmäßiger Terminhandel in den Wertpapieren stattgefunden hat. Die Prüfung hat sich über diese Voraussetzung hinaus darauf zu erstrecken, ob dem Interesse des Börsenhandels an der Zulassung andere erhebliche wirtschaftliche Interessen entgegenstehen.

Vor der Zulassung erfolgt, auch wenn den Kursmaklern die Mitwirkung beim Handel in den Wertpapieren gestattet wird, keine amtliche Terminnotiz.

Bei inländischen Bank- und Eisenbahnpapieren, die nicht bereits an ausländischen Börsenplätzen gehandelt werden, sowie bei Industriepapieren erfolgt die Beschlußfassung durch das als Emissionsbehörde vorgesehene Kollegium. Der Zulassungsbeschluß bedarf in diesem Falle einer Zweidrittelmehrheit. Auf Verlangen eines Drittels sind bei Industriepapieren der Vorstand des inländischen industriellen

Zulassung, auf die wir aber nicht näher eingehen. Die Entscheidung über die Zulassung zum Terminhandel wollte die Commission nicht in allen Fällen der Börsenbehörde allein überlassen. Sie hielt es für notwendig, daß für inländische Bank- und Bahnenwerte, sofern diese nicht bereits im Ausland gehandelt werden und für Industriepapiere immer die Zulassung nur von der Emissionsbehörde bewilligt werden darf und auch dann nur mit zwei Drittel Mehrheit. Auf Verlangen von einem Drittel der Emmissionsbehörde soll der Vorstand des betreffenden Industrieunternehmens oder andere Sachverständige gutachtlich vernommen werden. Die einmal erfolgte Zulassung soll nach Ansicht der BEC. keineswegs für alle Zeiten gelten, sondern jederzeit aus wichtigen Gründen zurückgenommen werden können.

Auch das Verhältnis der einzelnen Börsen zueinander regelte dieser Vorschlag der BEC. Es soll, wenn die Zulassung von einer Börse abgelehnt wird, diese von einer andern vor Ablauf von sechs Monaten nicht gestattet werden dürfen, es sei denn, daß die Ablehnung lediglich wegen Mangels eines Bedürfnisses erfolgt sei. Gegen diese letzte Bestimmung nahm die Berliner Kaufmannschaft in ihrem Bericht über die BEC.* Stellung. Sie verwarf diese Gebundenheit der einzelnen Börsen aneinander unter dem Hinweis, daß der Terminhandel in einem Papier an der einen Börse mit erheblichen Mißständen verknüpft, dagegen für eine andere Börse ganz unbedenklich sein könne. Diesem Umstand trug aber auch die BEC. durch den zu obiger Bestimmung gemachten Zusatz Rechnung, und ist aus diesem Grunde der Protest bedeutungslos. Alle diese beschränkenden Bestimmungen sollten aber nach der Ansicht der Commission nicht Platz greifen bei Wertpapieren, die dem Prospektzwang nicht unterliegen.

3. Eine ungleich größere Bedeutung wie der Zulassung von Wertpapieren zum Terminhandel legte die BEC. der Zulassung von Waren bei, weil bei dieser, wie der Bericht** bemerkt, „es sich nicht blos um die Interessen einzelner Börsenplätze handelt, sondern auch in der Regel große vaterländische Interessen beteiligt sind. Die Hinzuziehung einer Ware in den Terminhandel verändert vollständig die Grundlagen des bisherigen Handels und berührt demgemäß die Interessen aller derjenigen, welche bisher in diesem Handel tätig gewesen sind. Handelt es sich ferner um Waren, welche auch im Inland erzeugt oder verarbeitet werden, so sind auch die inländischen Produzenten und

---

Unternehmens, um dessen Wertpapier es sich handelt, sowie andere Sachverständige (Vorstand der Berufsgenossenschaft, welcher der betreffende Industriezweig angehört) vor der Zulassung zu hören.

Die erfolgte Zulassung kann durch Beschluß der für die Zulassung zuständigen Behörde jederzeit sowohl wegen Aufhörens eines erheblichen Terminhandels, wie aus wichtigen anderen Gründen zurückgenommen werden.

Nach einer Ablehnung der Zulassung kann letztere an einer andern Börse nicht vor Ablauf eines Zeitraumes von 6 Monaten vom Zeitpunkt der Ablehnung ab beschlossen werden, es sei denn, daß die Ablehnung lediglich wegen Mangels eines Bedürfnisses erfolgt wäre.

* cfr. a. a. O. S. 27—28.

** cfr. Commissionsbericht (S. 99—100) S. 142—143.

die die Verarbeitung bewirkenden Gewerbe an der Einführung des Terminhandels und der Festsetzung der allgemeinen Bedingungen für denselben in erheblicher Weise beteiligt." Darum übertrug die Commission die Entscheidung über die Zulassung den Börsenvorständen und seinen Organen nicht allein. Sie wollte hier eine Gewähr dafür schaffen, daß vor der Entscheidung die andern Erwerbsgruppen mit ihren Wünschen und Ansichten gehört werden. Die BEC. befürwortete deshalb,* daß vor der Zulassung von Waren zum Terminhandel und vor der Festsetzung der allgemeinen Lieferungsbedingungen eine vom Reichskanzler in jedem Einzelfall zu berufende Commission von Vertretern der beteiligten Gewerbezweige sowie der allgemeinen Interessen gutachtlich vernommen werden soll. Cohnstaedt** befürchtete, daß durch das Eingreifen des Bundesrats in die geschäftlichen Fragen diesem eine allzu große Verantwortung auferlegt wird. Demgegenüber aber ist zu betonen, daß hier ein Eingreifen des Bundesrats unbedingt nötig ist, weil sonst zu befürchten ist, daß, was an einer Börse von der Landesregierung verboten ist, sich an einer andern, die unter einer andern Landesbehörde steht, auftut.

Die Ablehnung eines Zulassungsantrages für Effekten oder Waren soll bewirken, daß darin ein Terminhandel an der Börse überhaupt nicht stattfinden darf. Die etwa trotzdem erfolgenden Umsätze oder Notierungen in Privatkurszetteln sollen disziplinarisch verfolgt werden. Die BEC. hielt diese Strafandrohung für nötig, um zu verhindern, daß die Börseninteressenten an der Börse unter Benützung ihrer Einrichtungen einen von dem offiziellen Terminhandel unabhängigen Terminhandel ins Leben rufen und entwickeln. Dem Bundesrat und den Zulassungsbehörden wird vorbehalten, den Terminhandel auch dann zu untersagen, wenn seine Zulassung nicht erst besonders nachgesucht wurde.***

4. Besondere Wichtigkeit legte die BEC. dem Terminhandel in Getreide bei wegen dessen großer wirtschaftlicher Bedeutung.

Um einerseits die Interessen der Produzenten, andererseits aber auch die der Konsumenten nicht zu beeinträchtigen, wollte die Commission die Festsetzung der Lieferungsqualität des an den Börsen zu liefernden Getreides einer sorgfältigen Prüfung unterstellen. Sie glaubte aber zu der Frage, welche Gesichtspunkte für die Festsetzung der Lieferungsqualität maßgebend sein sollten, im einzelnen nicht Stellung nehmen zu dürfen,

* Der Commissionsvorschlag lautet: „Vor der Zulassung von Waren zum börsenmäßigen Terminhandel und vor der Festsetzung der allgemeinen Bedingungen für diesen Handel ist eine vom Reichskanzler in jedem einzelnen Fall zu berufende Commission von Vertretern der beteiligen Gewerbezweige sowie der allgemeinen Interessen gutachtlich zu hören S. 14."

** cfr. Cohnstaedt a. a. O. S. 30.

*** Der betreffende Vorschlag der BEC. lautet: „In Wertpapieren und Waren, welchen die Zulassung zum börsenmäßigen Terminhandel verweigert ist, darf ein Terminhandel an der Börse nicht stattfinden, noch dürfen für denselben Terminpreise öffentlich oder in mechanisch hergestellten Kurszetteln notiert werden.

Der Bundesrat sowie die Zulassungsbehörden sind befugt, mit den vorstehend bezeichneten Wirkungen den Terminhandel auch in dem Falle zu untersagen, wenn derselbe stattfindet, ohne daß die Zulassung nachgesucht ist." S. 14.

weil, wie es im Bericht heißt,* „mehreren ihrer Mitglieder dazu die praktischen Kenntnisse fehlen.“ Indessen war die BEC. der Ansicht, daß bei der Feststellung der Lieferungsfähigkeit die Entwicklung, welche die Produktion im Inlande genommen hat, sowie auch namentlich die Entwicklung des Müllergewerbes berücksichtigt werden müssen.**

Ferner empfahl die Commission, daß die Lieferungsqualität des auf Termin zu liefernden Getreides von Zeit zu Zeit einer Revision unterzogen werde. Um eine Bürgschaft dafür zu schaffen, daß bei dieser Revision außer den Interessen des Handels auch die der Landwirtschaft und der Müllerei berücksichtigt werden, riet sie, diese Feststellung einer vom Reichskanzler zu berufenden Behörde anzuvertrauen. Diese soll bestehen neben einem den Vorsitz führenden Reichs- oder Staatsbeamten aus Vertretern des Handels, der Müllerei und der Landwirtschaft.***

Damit die für die Lieferungsqualität festgesetzten Bedingungen stets sachgemäße Anwendung finden, sollen die zu deren Beurteilung an der Börse gebildeten Sachverständigencommissionen durch Hinzuziehung von Vertretern der inländischen Produzenten und Konsumenten verstärkt werden. Wenn sich eine regelmäßige Mitwirkung derselben nicht erreichen läßt, soll wenigstens eine Kontrole über die Entscheidungen der Börsencommissionen durch eine nachträgliche Prüfung seitens einer Börsenbehörde oder durch staatliche Organe herbeigeführt werden. In einer derartigen nachträglichen Prüfung glaubte die BEC. eine genügende Gewähr dafür zu erblicken, daß die Sachverständigencommissionen die für die Lieferungsqualität festgesetzten Bedingungen auch stets sachgemäß anwenden. Die etwa noch erforderlichen näheren Bestimmungen sollen durch die Börsenordnungen erlassen werden.†

5. In der Handhabung des Kündigungswesen hatten sich nach Ansicht der BEC. an vielen Börsen Uebelstände bemerkbar gemacht, deren Beseitigung ihr wünschenswert erschien. Die Verwendung unkontraktlicher Ware zur Andienung hielt die Commission für eine Benachteiligung der Interessen der Käufer und zugleich für geeignet, die

* cfr Commissionsbericht S 172.

** Der Commissionsvorschlag war: „Bei Festsetzung der Lieferungsqualität des an den Börsen auf Termin zu liefernden Getreides sind nicht blos die Interessen des Handels, sondern auch die der inländischen Verbraucher der Ware und, wenn dieselbe im Inlande erzeugt wird, die Durchschnittsergebnisse der inländischen Produktion zu berücksichtigen.“

*** Die BEC. schlug folgendes vor: „Die Lieferungsqualität des an deutschen Börsen auf Termin zu liefernden Getreides ist von Zeit zu Zeit durch eine vom Reichskanzler zu berufende Commission festzustellen, die aus einem den Vorsitz führenden Reichs- oder Staatsbeamten und Vertretern des Handels, der Müllerei und der Landwirtschaft besteht“. S. 17.

† Der Vorschlag der Commission lautet: „Bei den zur Beurteilung der Lieferungsfähigkeit von Waren an der Börse zu bildenden Sachverständigencommissionen hat eine Mitwirkung von Vertretern der inländischen Produzenten (Landwirte, Spiritusbrenner ꝛc) und der inländischen Verbraucher (Müller, Kaffeehändler, Spinner ꝛc.) stattzufinden. Läßt sich eine regelmäßige Mitwirkung nicht erreichen, so ist wenigstens eine Kontrole über die Entscheidungen der Börsencommissionen durch eine nachträgliche Prüfung seitens der Börsenbehörde oder durch staatliche Organe herbeizuführen.

Die Börsenordnungen haben die erforderlichen näheren Bestimmungen zu treffen.“ S. 16 17.

Preise künstlich zu drücken. Trotzdem nahm sie mit Rücksicht auf die lokalen Verhältnisse einzelner Börsen davon Abstand, die Feststellung der Lieferungsfähigkeit in jedem einzelnen Fall vor der Andienung unbedingt zu verlangen. Eben so wenig glaubte die Commission die Andienung unkontraktlicher Ware vor Ablauf der Lieferungsfrist als Erfüllungsverzug des Verkäufers ahnden zu sollen. Sie schlug vor,* daß in diesem Fall dem Käufer gestattet sein soll, die betreffende Ware zu dem von den Sachverständigen festzustellenden Minderwert zu übernehmen. Im übrigen empfahl sie gegen wiederholte Benutzung unkontraktlicher Ware im Wege des Disziplinarverfahrens einzuschreiten, wenn der Kündigende wußte, oder den Umständen nach wissen mußte, daß die Ware den an die Lieferungsqualität zu stellenden Anforderungen nicht entspricht.

Bei Ankündigung solcher Ware am Schlusse des Termins soll dem Käufer das Recht des Deckungskaufs zustehen. Die BEC. riet, die letzte Bestimmung in die Schlußscheinbedingungen aufzunehmen.**

Damit sind wir am Schlusse der Vorschläge angelangt, die sich auf die Beseitigung der Mißstände hinsichtlich der Gegenstände des Terminhandels beziehen. Wir kommen nunmehr zu dem Teil der Bestimmungen, welche die Beteiligung des Publikums am Terminhandel regeln. Auch hier ließ die BEC. eine verschiedene Behandlung des Effekten- und Warenterminhandels eintreten.

6. Bezüglich der Effektenterminge schäfte gelangte die BEC. zu der Ueberzeugung, daß die Verführung der mittleren Schichten der Gesellschaft zu Börsenspekulationen und ihre Ausbeutung durch die überlegene Geschäftskenntnis der Bankiers ein großer Uebelstand sei. Bei der Prüfung der Mittel, die diesen Mißstand abzuhelfen geeignet sind, kam die Commission zu dem Ergebnis, daß der zur Zeit bestehende Rechtszustand ein unbefriedigender ist. Sie empfahl deshalb dringend eine Ergänzung des Strafgesetzbuches.

Nach Ansicht der BEC. soll kriminell und zivilrechtlich derjenige*** getroffen werden, welcher um eigenen Vorteils willen sich bewußt der Unerfahrenheit oder des Leichtsinns eines andern zu dem Zwecke bedient,

---

* Der Commissionsvorschlag war: „Es sind, soweit möglich, Anordnungen zu treffen, daß die Feststellung der Lieferungsfähigkeiten einer Ware vor der Ankündigung derselben geschehen kann. Bei Ankündigung lieferungsunfähiger Ware soll Käufer berichtet sein, dieselbe zu dem von den Sachverständigen festzustellenden Werte zu übernehmen." S. 17.

** Der Vorschlag der BEC. lautet: „In den Schlußbedingungen ist der Fall der Ankündigung unkontraktlicher Ware am Schlusse des Termins dem Fall der Nichtlieferungen in seinen Wirkungen gleichzustellen, sodaß der Käufer auch in ersterem Fall das Recht des Deckungskaufes hat". S. 17.

*** Die BEC. formulierte ihren Vorschlag folgendermaßen S. 17: „Wer in gewinnsüchtiger Weise unter Benutzung des Leichtsinns oder der Unerfahrenheit eines andern denselben in Bezug auf Börsenpapiere zum Abschluß von Geschäften, welche nicht zum Gewerbebetriebe desselben gehören, obwohl er weiß oder nachden Umständen annehmen muß, daß der Umfang der Geschäfte die wirtschaftliche Existenz des Verleiteten gefährdet, wird mit Gefängnis bis zu sechs Monaten und zugleich mit Geldstrafe bis zu 10 000 Mk. bestraft.

Die gleiche Strafe trifft denjenigen, welcher in gewinnsüchtiger Absicht unter Benutzung der Unerfahrenheit eines andern solche Geschäfte für sich oder Dritte ab-

um diesen zu Börsengeschäften in einem existenzbedrohenden Umfang zu verwickeln.

Gegen diesen Vorschlag wurde eingewendet, daß er Unsicherheit in den Geschäftsverkehr bringe. Gründe dieser Art sind aber von der Commission nicht ungeprüft geblieben. Doch hat sie sich aus sozialen Motiven für obige Bestimmung entschieden.

Diese Vorschrift soll sich nicht auf den Warenverkehr erstrecken, da nach Ansicht der BEC. bei ins Börsenregister eingetragenen Personen von Leichtsinn oder Unerfahrenheit nicht die Rede sein könne, während andererseits nicht eingetragenen Personen die Ungültigkeit der Geschäfte genügenden Schutz bietet.

Für Geschäfte in Wertpapieren soll die obige Bestimmung allgemein gelten, also auch für Kassageschäfte. Dagegen sollen diejenigen Geschäfte von den Vorschlägen nicht berührt werden, welche zum Gewerbebetrieb desjenigen, dessen Leichtsinn oder Unerfahrenheit benutzt ist, gehören.

Sämtliche Geschäfte, die gegen diese Bestimmungen verstoßen, sollen ungültig sein, bereits erfolgte Leistungen innerhalb zweier Jahre zurückgefordert werden dürfen.* Durch letzteren Vorschlag wird der Fall getroffen, daß jemand unter Aufgebot aller Kräfte zwar seinen Verpflichtungen nachgekommen, aber dann in Konkurs geraten ist.

Auch die Verfolgung desjenigen welcher dem Schuldner die Gelegenheit zum Differenzhandel gewährt hat, empfahl die Commission.

Durch eine besondere Vorsorge traf die BEC. den Fall, daß die Verleitung von einer andern Person als dem Gegenkontrahenten des zu Schützenden ausgegangen ist. Hier soll, wenn diese andere Person ein Angestellter des Gegenkontrahenten in Ausübung seiner Verrichtungen tätig gewesen ist, die zivilrechtliche Folge dem Gegenkontrahenten selbst zugerechnet werden.

Neben dieser strafrechtlichen Verfolgung befürwortete die Commission das Eingreifen der Börsendisziplin.** Diese soll namentlich das Anreizen zu Spekulationen durch Reklame treffen. Die Londoner Stock exchange, deren Einrichtungen als Vorbild für unsere Börsen dienen sollten, verbietet ihren Mitgliedern durch irgend welche Anzeigen, ihre

---

schließt, obwohl er weiß oder nach den Umständen annehmen muß, daß der Umfang der Geschäfte die wirtschaftliche Existenz des Gegenkontrahenten gefährdet.

Wird die Verleitung gewohnheitsmäßig betrieben, so tritt Gefängnis nicht unter 1 Monat und Geldstrafe bis zu 20000 Mk. ein. Auch kann auf Verlust der bürgerlichen Ehrenrechte erkannt werden" (S. 140).

* Der Wortlaut des Commissionsvorschlages ist: „Ein entgegen der Vorschrift zweiten Absatzes gut abgeschlossenes Geschäft begründet keine Ansprüche.

Aus einem Geschäft, welches infolge der im 1. Absatze zu 1 unter Strafe gestellten Verleitung abgeschlossen ist, entstehen keine Ansprüche zwischen dem Verleiteten und dem Verleiter, sowie zwischen dem Verleiter und einem Dritten, wenn letzterer um die Verleitung gewußt hat, oder die Verleitung von seinen Handelsangestellten in Ausübung seiner Verrichtungen oder von seinen zur Vermittelung von Geschäften der bezeichneten Art Beauftragten bewirkt worden ist.

Das auf Grund des Geschäfts Geleistete kann zurückgefordert werden. Das Recht der Rückforderung des bei oder nach Abwicklung des Geschäfts geleisteten verjährt in 2 Jahren seit dem Tage der Leistung". S. 18.

** cfr. Anm. unter rechtl. Stellung und Organisation der Börsen S. 102

Dienste dem Publikum anzubieten. Hier sollte es die Aufgabe der Börsendisziplin sein, etwas ähnliches zu erreichen. Neben dem Gebiet der Reklame soll disziplinarisch die Heranziehung von Handelsangestellten zu Spekulationsgeschäften geahndet werden. Zu einer strafrechtlichen Bestimmung glaubte aber die BEC. nicht greifen zu sollen, einmal, weil der Begriff der Spekulationsgeschäfte ein zu weiter ist, und ferner, weil unter die Handelsangestellten auch Männer von großer Reife des Urteils, von großem Vermögen und hohem Ansehen zu zählen sind.

Durch diese beiden Einrichtungen — Strafbestimmungen und disziplinäres Verfahren — hoffte die BEC. die materiellen Schäden zu treffen, gegen welche die Rechtssprechung bisher in unsicherer und unwirksamer Weise reagiert hatte durch spitzfindige Anwendung des Begriffs von Spiel und Wette.

7. Die Notwendigkeit, das Privatpublikum von Spekulationsgeschäften auszuschließen, hielt die BEC. für die Warenbörsen noch wichtiger als für die Effektenbörsen. Zur Erreichung dieses Zwecks wurden in der Commission zunächst verschiedene Vorschläge* gemacht, die aber alle wieder aufgegeben wurden. Schließlich gelangte man zu dem Vorschlage eines besonderen Registers; die Eintragung in dasselbe soll erst die rechtliche Fähigkeit zum Abschluß von Börsenterminegeschäften in Waren geben.** Die BEC. hat dadurch die persönliche Freiheit zum

* Einer der Vorschläge lehnte sich an die Bestimmungen des HGB. an, indem er den Abschluß rechtsgültiger Termingeschäfte nur solchen Personen gestatten wollte, die als Kaufleute in das Handelsregister eingetragen sind.

Von andern wurde der Vorschlag gemacht allgemein vorzuschreiben, daß alle Termingeschäfte zu ihrer Gültigkeit der Eintragung in ein Handelsregister bedürfen. Dritte empfahlen schließlich, lediglich durch Straf- und Disziplinarbestimmungen Ausschreitungen entgegenzukommen.

** Der Commissionsvorschlag lautet: „Wer die rechtliche Fähigkeit zum Abschluß von Börsenterminegeschäften erlangen will, bedarf der Eintragung nach Namen, Stand und Wohnort in ein Register, welches bei den Handelsgerichten über diejenigen zu den bezeichneten Geschäften fähigen Personen zu führen ist, die in dem betreffenden Gerichtsbezirke ihren Wohnsitz oder ihre Geschäftsniederlassung haben.

Als Börsenterminegeschäfte in Waren gelten Waren betreffende Kauf- oder sonstige Anschaffungsgeschäfte auf eine fest bestimmte Lieferungszeit oder mit einer fest bestimmten Lieferungsfrist, wenn dieselben gemäß seitens einer Börsenbehörde für solche Geschäfte festgesetzten Geschäftsbedingungen geschlossen werden, und wenn für die an der betreffenden Börse geschlossenen Geschäfte solcher Art eine Feststellung von Terminpreisen unter Mitwirkung ihrer Organe erfolgt.

Auf das Register findet Art 12 Abs. 1 HGB. Anwendung.

Vor der Eintragung ist eine Gebühr von 500 Mk. zu entrichten. Für jedes folgende Kalenderjahr, während dessen die Eintragung besteht, ist eine Gebühr von 100 Mk. zu zahlen.

Zum Antrage berechtigt ist jede verfügungsfähige Person. Ein unter väterlicher Gewalt Stehender bedarf der Genehmigung des Vaters, eine Ehefrau, welche nicht Handelsfrau ist, der Genehmigung des Ehemannes. Minderjährige dürfen in das Börsenregister nur eingetragen werden, wenn sie bereits als Kaufleute in das Handelsregister eingetragen sind.

Den Antrag auf Eintragung hat der Einzutragende bei den Handelsgerichten in Person zu stellen oder in Beurkundung durch eine gerichtliche oder notarielle Verhandlung einzureichen. Das gleiche gilt von der erforderlichen Genehmigung seitens eines Dritten. Der Antrag soll die Erklärung enthalten, daß der Antragsteller zum Abschluß von Börsenterminegeschäften über Waren befähigt sein will.

Abschluß von Termingeschäften nicht eingeengt. Jeder, der solche Geschäfte abzuschließen wünscht, kann sich die rechtliche Qualifikation dazu erwerben. Zugleich entspricht diese Regelung nach Ansicht der Commission dem berechtigten Interesse der Kaufmannschaft, indem nämlich dadurch die bisherige Rechtsunsicherheit aufgehoben wird, da für die ins Register eingetragenen Personen der Einwand von Spiel und Wette aufgehoben wird. Der Zweck des Registers sollte ein doppelter sein. Einmal wollte die BEC. durch die Eintragung die Geschäftstätigkeit insbesondere der nicht dem Kaufmannsstande angehörigen Personen unter die Kontrole der öffentlichen Meinung stellen. Zweitens sollten die Bestimmungen dazu dienen, jedem die Möglichkeit zu geben, sich über die Fähigkeit seines Kontrahenten zum Abschluß von Börsentermingeschäften in Waren schnell zu vergewissern. Als Konsequenz des Registers wollte die BEC. den Begriff der Börsentermingeschäfte in Waren gesetzlich feststellen. Sie war der Ansicht, daß als solche zu betrachten sind „Waren betreffende Kauf- oder sonstige Anschaffungsgeschäfte auf eine fest bestimmte Lieferungszeit oder mit einer fest bestimmten Lieferungsfrist, wenn dieselben gemäß seitens einer Börsenbehörde für solche Geschäfte festgesetzten Geschäftsbedingungen geschlossen werden und wenn für die an der betreffenden Börse geschlossenen Geschäfte solcher Art eine Feststellung von Terminpreisen unter Mitwirkung amtlicher Organe erfolgt."

Die erfolgte Eintragung ist von dem Handelsgerichte nach ihrem ganzen Inhalte in den gemäß Art 14 HGB für die Eintragung in das Handelsregister bestimmten öffentlichen Blättern und stets im Reichsanzeiger ohne Verzug bekannt zu machen.

Eine Löschung der Eintragung auf Antrag des Eingetragenen erfolgt erst am Schlusse des Kalenderjahres, in welchem der Antrag gestellt ist. Der Antrag ist bei dem Handelsgericht von dem Antragsteller in Person zu stellen oder in beglaubigter Form einzureichen. Von Amtswegen erfolgt mit Schluß eines Kalenderjahres die Löschung, wenn die Jahresgebühr für das nächstfolgende Jahr nicht bis zum Ende des vorletzten Monats des laufenden Jahres eingezahlt ist. Jedes Handelsgericht hat nach Beginn eines jeden Kalenderjahres eine Liste derjenigen Personen aufzustellen, deren Eintragung am 1. Januar noch in Kraft bestanden. Das Handelsgericht für den Bezirk der Stadt Berlin, an welches die übrigen Handelsgerichte ihre Listen bis 31. Januar einzusenden haben, hat nach deren Eingang ohne Verzug eine Gesamtliste aufzustellen und durch den Reichsanzeiger bekannt zu machen, auch ein Exemplar dieser Liste dem Vorstand der Berliner Börse zu übersenden. An dieser Börse ist die Liste zur öffentlichen Einsicht auszulegen.

Bis zum Ablauf von 3 Monaten nach dem Tage der Veröffentlichung der Gesamtliste durch den Reichsanzeiger gelten die infolge geschehener Löschung in der Liste nicht aufgeführten Personen für Dritte noch als eingetragen.

Börsentermingeschäfte über Waren mit Personen, welche zur Zeit des Abschlusses in dem Register nicht eingetragen stehen, oder nicht gemäß der Bestimmung des vorstehenden Absatzes noch als eingetragen gelten, sind rechtsunwirksam. Das gleiche gilt von der Erteilung und Uebernahme von Aufträgen zum Abschluß von Termingeschäften der bezeichneten Art. Die Rechtsunwirksamkeit erstreckt sich auf die erfolgte Gewährung von Sicherheiten sowie auf Schuldanerkenntnisse. Zahlungen, welche bei oder nach völliger Abwicklung des Geschäftes geleistet sind, können nicht zurückgefordert werden.

Die Bestimmungen des vorstehenden Absatzes finden Anwendung, auch wenn die darin bezeichneten Rechtsgeschäfte im Ausland geschlossen oder zu erfüllen sind. Sie finden keine Anwendung auf Personen, welche einen Wohnsitz oder eine Geschäftsniederlassung nur im Ausland haben. S. 14—16.

Um die Eintragung in das Register nicht auch ganz unbemittelten und demgemäß zu solchen Geschäften nicht berufenen Personen zu ermöglichen, wurde die Erhebung einer Eintragungsgebühr von 500 Mk. und die Zahlung einer jährlich zu entrichtenden Gebühr von 100 Mk. von der Commission empfohlen.

Der Antrag auf Eintragung soll jeder verfügungsfähigen Person ohne weiteres, abhängigen Personen dagegen nur unter bestimmten Voraussetzungen gestattet sein. Der Eintragende hat den Antrag auf Eintragung beim Handelsgericht in eigener Person zu stellen, oder in Beurkundung durch notarielle Verhandlung einzureichen. Die Commission hielt diese gewisse Umständlichkeit des Zulassungsverfahrens für notwendig, um einen Schutz gegen leichtsinnige Beantragung zu schaffen. Die Eintragungen sollen in gewissen Zeitungen bekannt gemacht werden.

Wie die Eintragung soll auch die Löschung jederzeit beantragt werden können, jedoch erst am Schlusse des betreffenden Kalenderjahrs erfolgen, „um das treulose Verhalten von Glücksspielern unmöglich zu machen".

Um den beteiligten Kreisen die Möglichkeit zu geben, sich über sämtliche an den deutschen Börsen in das Register eingetragenen Personen zu informieren, soll jedes Handelsgericht nach Beginn jedes Kalenderjahres eine Liste derjenigen Personen aufstellen, deren Eintragung am 1. Januar noch besteht und an das Handelsgericht von Berlin senden. Dieses stellt eine Gesamtliste auf, die im Reichsanzeiger veröffentlicht wird. Die infolge geschehener Löschung nicht aufgeführten Personen gelten drei Monate lang nach dem Tage der Veröffentlichung für Dritte noch als eingetragen.

Börsengeschäfte mit Personen, die zur Zeit des Abschlusses in das Register nicht eingetragen sind, sollen rechtsunwirksam sein. Jedoch soll nach Ansicht der VEC. die Rückforderung von Zahlungen, die bei oder nach völliger Abwickelung des Geschäfts geleistet sind, nicht gestattet sein. Die Commission glaubte, daß trotz der Ungültigkeit derartiger Geschäfte diese doch eine moralische Verbindlichkeit begründen.

Ferner wünschte sie, daß die obigen Bestimmungen auch für Geschäfte Platz greifen, die im Ausland geschlossen sind, damit diese Geschäfte dem Inland nicht verloren gehen und die mit der Einführung des Registers beabsichtigten Zwecke nicht umgangen werden. Für Ausländer dagegen, die ihren Wohnsitz im Auslande haben, sollen diese Vorschläge nicht gelten.

8. Einer der wichtigsten Vorschläge seitens der VEC. für den Terminhandel war die Anerkennung der Klagbarkeit der Differenzgeschäfte. Sie war die notwendige Folge der vorgeschlagenen neuen Regelung des Gegenstandes und wollte nichts mehr als innerhalb der neu errichteten Schranken die Rechtssicherheit wieder herstellen.* In der VEC. wurde von einigen Mitgliedern dagegen geltend gemacht, man

* Der Vorschlag der VEC. lautet: „Gegen Differenzansprüche aus Zeitgeschäften über Börsenpapiere sowie aus börsenmäßigen Termingeschäften über Waren kann ein Einwand nicht darauf gegründet werden, daß die Erfüllung durch Lieferung der Papiere oder Waren von dem Vertragschließenden ausgeschlossen worden ist. S. 18.

nehme damit unserer Rechtsordnung eine Waffe zur Bekämpfung des Börsenspiels, es widerstrebe ferner die Beseitigung des Spieleinwandes dem Volksgefühl. Die Mehrheit der Commission wies mit Recht diese Bedenken zurück. Die Unsicherheit der Rechtsprechung durch die Anwendung des Begriffs von Spiel und Wette war längst erwiesen. Cohn* bemerkt dazu „das Problem der Scheidung zwischen Spekulation und Wette greift so tief in die Prinzipienfragen unserer Gesellschaft zurück, daß sich eine positive Antwort darauf so wenig geben lassen wird, wie sich eine gemeinverständliche sittliche Scheidegrenze angeben läßt." Derselbe Autor wies auch das Unhaltbare des Apells an das Volksgefühl nach. Die neuen Bestimmungen über die Bekämpfung des Börsenspiels sind überdies weiter gefaßt als die früher bestehenden. Sie treffen nicht nur Zeit- sondern auch Kassageschäfte, ferner nicht bloß Geschäfte mit wirtschaftlich schwachen, sondern auch mit kapitalkräftigen Personen.

9. Schließlich empfahl die BEC. eine Ahndung der Verletzung, welche jemand gegen seine Gläubiger dadurch begeht, daß er durch leichtsinnige Börsenspekulationen sich außerstand setzt, seinen Verpflichtungen gegen diese nachzukommen durch die §§ 210 Z. 1 und 214 der Konkursordnung.** Solche Fälle treten verschiedentlich bei Börsenspekulanten ein und erregen wegen ihres Umfanges die öffentliche Aufmerksamkeit. Die Commission glaubte noch besonders hervorheben zu sollen, daß der § 210 auch die Mittel bietet, gegen diejenigen wegen Teilnahme am Vergehen einzuschreiten, welche die Spekulation des zahlungsunfähig Gewordenen gefördert haben mit dem Bewußtsein, daß sie für denselben übermäßig sei.

Es ist gewiß anzuerkennen, daß die BEC. bezüglich der Termingeschäfte sowohl in Wertpapieren als auch in Waren mit außerordentlicher Gründlichkeit und Sorgfalt vorgegangen ist, und daß aus dem die sämtlichen Gründe für und wider erschöpfend behandelnden Bericht eine Fülle von Belehrung zu gewinnen ist.

Die Bedingungen über die Zulassung von Wertpapieren zum Terminhandel enthalten kaum etwas neues. Die dagegen erhobenen Bedenken sind untergeordneter Natur und können daher übergangen werden. Die über die Zulassung von Waren zum Terminhandel gemachten Vorschläge fanden fast überall Anklang.

* cfr. Cohn a. a. O. S. 12.

** Der Wortlaut des Commissionsvorschlages war: „Es erscheint zweckmäßig, daß seitens der Landesjustizverwaltungen den Staatsanwälten besonders eingeschärft wird, behufs Verfolgung des Differenzhandels bei nachfolgender Zahlungseinstellung — § 210 Z. 1 der Konkursordnung — den in ihren Bezirken sich ereignenden Konkursfällen ihre besondere Aufmerksamkeit zuzuwenden und für die Erlangung der Kenntnis von Fällen wirtschaftlichen Ruins infolge von Differenzhandel, auch wenn derselbe mit zum Konkurse geführt hat, tunlichst Sorge getragen, sowie daß die Staatsanwälte darauf hingewiesen werden, daß auch eine strafbare Teilnahme an den Vergehen seitens derjenigen, welche dem Schuldner die Gelegenheit zu dem Differenzhandel gewährt haben, gemäß der reichsgerichtlichen Rechtsprechung — Entscheidungen des Reichsgerichts in Strafsachen Bd. 16 S. 277, Rechtsprechung des Reichsgerichts in Strafsachen Bd. 10 S. 487 — nicht ausgeschlossen ist. S. 18

Nicht dasselbe kann behauptet werden von den Vorschlägen betreffs der zum Terminhandel zuzulassenden Personen. Baron* machte der BEC. hier den Vorwurf, daß ihre Vorschläge einen direkten innern Widerspruch enthalten, insofern der Handel mit Wertpapieren geradezu gekräftigt, der in Waren dagegen beseitigt erscheint. Diese Vorhaltungen sind nicht ohne weiteres von der Hand zu weisen; die Commission hat den schweren Gegensatz auch herausgefühlt. Sie hat auch in Erwägung gezogen, die gleiche Bestimmung für Termingeschäfte in Effekten wie in Waren zu treffen. Doch gelangte sie schließlich zu der Ansicht, daß bei Waren die Verhältnisse wesentlich anders liegen als bei Effekten. Die allgemeinen Interessen, welche einen Schutz gegen Beunruhigung und Fälschung der Preisbildung fordern, sind bei Waren umfassender als bei Effekten. Während ferner der Abschluß von berechtigten Warentermingeschäften sich nur auf die Kreise beschränkt, welche diese Waren herstellen und verarbeiten, kann man bei Effekten die Grenze derjenigen Personen, die zu Börsentermingeschäften eine berechtigte Veranlassung haben, nicht in gleicher Weise ziehen.

Was den Vorschlag des Börsenregisters betrifft, so wollte die BEC. eben mit dieser Einrichtung, die noch nirgends erprobt war, ein Experiment machen, über dessen unglücklichen Ausgang sie völlig im Unklaren sein mußte. Daß von Vertretern des Kaufmannsstandes gegen die Einführung des Registers sofort protestiert wurde, war vorauszusehen. Ihre Gründe dagegen waren aber zunächst nur äußerer Natur, sie verabscheuten das Register als Spielerliste und wollten sich nicht mit „einigen mißachteten Hazardspielern" auf eine Stufe stellen.

II.

Der Bundesrat eignete sich im wesentlichen die Vorschläge der BEC. an. Er stimmte mit der Commission überein in dem Grundgedanken der ganzen Materie. Zu der Begründung des Entwurfs bemerkte der Bundesrat:** „Der börsenmäßige Terminhandel ist an sich als berechtigte Form des Handelsverkehrs anzuerkennen. Er ist geeignet, den Umsatz in Waren wie in Wertpapieren in vorteilhafter Weise zu beeinflussen, indem er zur Ausgleichung der Warenpreise für längere Zeitperioden beiträgt, die Möglichkeit einer Versicherung gegen Preisschwankungen schafft, die Regelung internationaler Zahlungsverbindlichkeiten erleichtert und die Grundlage für den Arbitrageverkehr im allgemeinen bietet. Es kann aber nicht geleugnet werden, daß die Art seiner Entwicklung und der Umfang seiner Anwendung einen für das Gemeinwohl bedenklichen Charakter angenommen hat. Es werden Wertpapiere wie Waren in den Kreis des börsenmäßigen Terminhandels gezogen, deren Unterwerfung unter diese eigenartige Form des Handelsverkehrs den Interessen der mit dem Effekt verknüpften Unternehmungen und der die Ware produzierenden und umsetzenden Erwerbs- und Handels-

* cfr. Baron: a. a. O. S. 222.
* cfr. Begründung des Gesetzentwurfs S. 15.

zweige zuwiderläuft. Sodann aber ist es die Möglichkeit, am Termingeschäftsbetriebe mit geringen Mitteln teilzunehmen, die leichte Art des Geschäftsabschlusses und die meist lediglich durch Begleichung der Kursdifferenzen erfolgenden Abwicklung, welche ein Hinzudrängen und Heranziehen von Personen bewirkt, deren Beteiligung am Börsenterminhandel nicht aus ihrem Berufe oder dem Bedürfnis gesunder Kapitalsanlage, sondern aus dem Verlangen nach dem bei glücklicher Ausnutzung der Preisschwankungen möglichen Gewinn entspringt. Die durch die Sucht nach raschem und mühelosem Gelderwerbe getragene Spekulation hat in der Form des Börsenterminhandels das bequemste Mittel ihrer Befriedigung gefunden und beutet dasselbe derart aus, daß die börsenmäßigen Zeitgeschäfte zum erheblichen Teile nicht einem wirtschaftlichen Zweck entsprechen, sondern der Befriedigung des Spielbedürfnisses dienen. Ferner hat die übermäßige Beteiligung am Börsenterminhandel seitens solcher Personen, welche, durch die Geringfügigkeit des für den Geschäftsabschluß selbst erforderlichen Aufwandes im Verhältnis zu der Gewinnchance verleitet, die Folgen des Fehlschlagens unterschätzen, fortdauernd den Ruin vieler Existenzen zur Folge. Zugleich hat der durch Heranziehung unberufener Personen erweiterte, mit in Wirklichkeit nicht vorhandenen Werten arbeitende Betrieb des Terminhandels die günstige Einwirkung, welche derselbe, sofern er sich in den Grenzen wirtschaftlich begründeten Angebots und wirtschaftlich berechtigter Nachfrage hält, auf die Preisbildung auszuüben imstande ist, vielfach in das Gegenteil verkehrt und besonders im Gebiete des Warenhandels die natürliche und richtige Bewertung gestört." Also auch der Bundesrat anerkannte, daß der Terminhandel sowohl hinsichtlich seiner Objekte als auch hinsichtlich der daran sich beteiligenden Personen eine Einschränkung erfahren müsse. Doch sind die Vorschläge, durch die der Bundesrat dieses erreichen wollte, sehr verschieden von denen der BEC. Er versuchte eine breitere Grundlage zu finden als die Commission vorgeschlagen hatte, von welcher dem Mißbrauch des Terminhandels ohne Gefährdung berechtigter Interessen entgegengetreten werden kann.

1. Hinsichtlich der Zulassung der Objekte zum Börsenterminhandel folgte der Bundesrat den Vorschlägen der BEC. in ihren Hauptpunkten.

Auch sein Gesetzentwurf räumte den Börsenbehörden im § 45* die Befugnis ein, über die Zulassung von Börsentermingeschäften in Waren oder Wertpapieren zu entscheiden und erteilte daneben im § 46 Abs. 1** dem Bundesrat das Recht, den börsenmäßigen Terminhandel in bestimmten Wertpapieren oder Waren zu untersagen oder von gewissen Bedingungen abhängig zu machen.

* § 45 des Entwurfs lautet: „Als Börsentermingeschäfte in Waren oder Wertpapieren gelten Kauf- oder sonstige Anschaffungsgeschäfte auf eine festbestimmte Lieferungszeit oder mit einer festbestimmten Lieferungsfrist, wenn sie nach Geschäftsbedingungen geschlossen werden, die von dem Börsenvorstand für den Terminhandel festgesetzt sind, und wenn für die an der betreffenden Börse geschlossenen Geschäfte solcher Art eine amtliche Feststellung von Terminpreisen erfolgt (S. 8).

** § 46 Abs. 1 lautet: „Der Bundesrat ist befugt, den Börsenterminhandel von Bedingungen abhängig zu machen, oder in bestimmten Waren oder Wertpapieren zu untersagen."

Nicht übernehmen wollte der Bundesrat die von der BEC. vorgeschlagenen Sonderbestimmungen über die Zulassung (s. oben S. 90 ff.). In der Begründung zum Entwurf heißt es „die Gestaltung der Einzelvorschriften für welche die Vorschläge der BEC. einen wertvollen Anhalt geben, soll dem Ermessen des Bundesrats überlassen werden." Auf die Bedenken, welche der Einräumung eines so weitgehenden diskretionären Ermessens des Bundesrats entgegenstehen, haben wir schon bei der Besprechung des Emmissionswesen (s. oben S. 26 u. 29) hingewiesen.

2. Betreffs der Zulassung von Waren zum Terminhandel acceptierte der Bundesrat in seinem Entwurf auch die Vorschläge der BEC. Nur insofern findet sich eine kleine Abweichung als die zur Begutachtung für die Zulassung berufene Commission nach § 49* nicht vom Bundesrat sondern von den Börsenorganen berufen werden soll. Außerdem enthielt der Entwurf noch eine Ergänzung dadurch, daß im zweiten Absatz des § 46** die Art der Feststellung der Lieferungsqualität des Getreides festgesetzt wird. Diese soll, wenn sich ein Bedürfnis dazu herausstellt, nach voraufgegangener Anhörung der Beteiligten durch den Bundesrat bezw. der Landesregierung vorgenommen werden. Ueber den Grund für diese Feststellung der Lieferungsqualität des Getreides bemerken die Motive:*** „Vielseitig, namentlich von den Organen der Landwirtschaft, wird die Klage erhoben, daß der Kreis der lieferbaren Getreidesorten bald zu eng, bald zu weit gezogen werde, wodurch sich eine unrichtige Preisbildung ergebe, indem der Preis ersternfalls zum Schaden der Konsumenten übermäßig getrieben, andernfalls zum Schaden der Produzenten übermäßig gedrückt werde. Mit Rücksicht auf die hohe wirtschaftliche Bedeutung, welche das Getreide unter den auf Termin gehandelten Waren einnimmt, trägt der Entwurf diesen Klagen dadurch Rechnung, daß er nach Bedürfnis eine Festsetzung der Lieferungsqualität des Getreides durch den Bundesrat ev. durch die Landesregierungen nach vorheriger Anhörung der Beteiligten vorsieht." Der Bundesrat trug durch diese Formulierung den Verhandlungen in der BEC. Rechnung, in denen betont worden war, daß eine Fixierung der Lieferungsfähigkeit des Getreides nicht für alle Zeiten erfolgen könne, sondern daß eine solche von Zeit zu Zeit wiederholt werden müsse (s. oben S. 93).

Thiessen† wendet gegen diesen Vorschlag des Bundesrats ein, daß die periodische Feststellung der Lieferungsqualität, wenn sie auf Grund der Ergebnisse einer Ernte erfolgt, durch die Ergebnisse der nächsten oder einer folgenden Ernte leicht ad absurdum geführt werde, da die Termin-

---

* § 49 des Entwurfs lautet: „Die Börsenorgane sind verpflichtet, vor der Zulassung von Waren zum Börsenterminhandel in jedem einzelnen Falle Vertreter der beteiligten Erwerbszweige gutachtlich zu hören und das Ergebnis dem Reichskanzler mitzuteilen. Die Zulassung darf erst erfolgen, nachdem der Reichskanzler erklärt hat, daß er zu weiteren Ermittelungen keine Veranlassung finde".

** § 46 Abs. 2 lautet. „Die Lieferungsqualität des im Börsenterminhandel zu liefernden Getreides kann nach Anhörung von Vertretern der beteiligten Erwerbszweige, von dem Bundesrat oder, soweit er von dieser Befugnis keinen Gebrauch gemacht hat, von der Landesregierung festgestellt werden.

*** cfr. Begründung des Gesetzentwurfs S. 26.

† cfr. Thiessen: a. a. O. S. 29/32.

abschlüsse aus einem Jahre ins andere laufen. Diese Wahrscheinlichkeit ist nach seiner Meinung umso größer, als bei Anhörung von Vertretern der beteiligten Erwerbszweige vorzugsweise auf die Vertreter der Landwirtschaft gehört wird und diese meist an der Meinung festhalten, daß eine hohe Lieferungsqualität das allgemeine Preisniveau steigern. Wir halten es für müßig, auf die Streitfrage einzugehen, zumal die Bestimmung des Entwurfs durch das später im Gesetz erfolgte Verbot der Termingeschäfte in Getreide aufgehoben wurde.

3. Einen Schritt weiter als die BEC. ging der Bundesrat in der Behandlung unkontraktlicher Ware. Auch er anerkannte gleichwie die BEC. die Unzuträglichkeiten, die sich aus der Andienung solcher Ware ergeben. Um diesen Mißstand zu beseitigen, bestimmte er im § 50* des Entwurfs, die Lieferung unkontraktlicher Ware vor Ablauf der Lieferungsfrist als Erfüllungsverzug zu ahnden. Nach den Vorschlägen der BEC. (s. oben S. 94) sollte in diesem Falle der Käufer sich mit dem Unterschiede in der Wertdifferenz begnügen; eine Bestimmung, wie sie der Bundesrat getroffen, hatte die BEC. direkt zurückgewiesen unter der Begründung, daß der Verkäufer selbst in den seltensten Fällen mit absoluter Sicherheit voraussehen könne, ob die ihm zur Ankündigung gebrachte Ware lieferungsfähig sei oder nicht. Man wird jedoch die Verschärfung in der Regierungsvorlage nicht ohne weiteres verurteilen dürfen. Mittelbar kommt sie jedenfalls den Vorschlägen der BEC. sehr nahe und vielleicht ist sie sogar, um das Treiben gewisser Commissionäre einzuschränken, recht angebracht.

Die weitere Bestimmung im § 50 Abs. 2, daß eine entgegengesetzte Vereinbarung nichtig sein soll, ist entschieden im Sinne der BEC. gehalten. Dadurch wird nämlich der dort gegebenen Anregung, daß an den einzelnen Börsen so weit als möglich Anordnungen getroffen werden möchten zur Feststellung der Lieferungsfähigkeit der Waren vor ihrer Andienung, Folge geleistet.** Denn nunmehr liegt es im Interesse des Verkäufers, in tunlichst weitem Umfang die Möglichkeit zu erhalten, die Lieferungsqualität der Ware vor der Ankündigung durch Sachverständige feststellen zu lassen.

4. Im großen und ganzen herrscht also hinsichtlich der Einschränkung der Objekte des Terminhandels zwischen dem Bundesrat und der BEC. Uebereinstimmung. Dies ist jedoch nicht der Fall hinsichtlich der Personen, die zum Terminhandel berechtigt sein sollen. Die BEC. hatte, wie wir oben gezeigt haben (S. 94) eine verschiedenartige Behandlung des Effekten- und Warenterminhandels empfohlen. Der Bundesrat beseitigte diese Verschiedenheit dadurch, daß er im § 51*** gleichfalls ein Terminregister für Wertpapiere

---

* § 50 des Entwurfs lautet: „Bei dem Börsenterminhandel in Waren gerät der Verkäufer, sofern er nach erfolgter Kündigung eine unkontraktliche Ware liefert, in Erfüllungsverzug, auch wenn die Lieferungsfrist noch nicht abgelaufen war.

Eine entgegenstehende Vereinbarung ist nichtig.

** S. oben S. 137.

*** § 51 lautet: „Bei jedem zur Führung des Handelsregisters zuständigen Gericht ist je ein Börsenregister für Waren und für Wertpapiere zu führen. Die

einführte. Die Motive bemerken dazu (S. 27): „Die BEC. hat die Einführung des Registerzwanges vorerst nur für den Warenhandel empfohlen und zur Einschränkung des Börsenspiels in Wertpapieren an Stelle der Registervorschriften ein besonderes System von straf- und zivilrechtlichen Bestimmungen vorgeschlagen. Diese verschiedenartige Behandlung erscheint nicht zweckmäßig; dieselbe würde den schon vorhandenen, nicht zum wenigsten in den Börsenkreisen selbst beklagten Zustand der Rechtsunsicherheit noch verschlimmern. Zudem wendet sich die Spielsucht des Publikums unzweifelhaft in höherem Maße dem Effekten- als dem Warenverkehr zu. Muß nun auch zugegeben werden, daß die Ausartungen der Spekulation im Effektenverkehr vielfach auch in der Form des Kassageschäfts zu Tage treten, so ist dies doch kein Grund, auf die Reform des deren in erster Linie bedürfenden Terminhandels zu verzichten. Die Befürchtung, das Börsenspiel in Wertpapieren werde, durch den Registerzwang von der Benutzung des Terminhandels abgeschreckt, sich überwiegend der Form des Kassageschäfts bedienen, ist überdies nur bedingt als richtig zu erachten. Das Kassageschäft erfordert in erheblich höherem Grade als das Termingeschäft die Bereithaltung flüssiger Mittel schon für den Zeitpunkt des Geschäftsabschlusses."

Dagegen bietet, nach der Meinung des Bundesrats, der Registerzwang den hoch anzuschlagenden Vorteil, klare und sichere Rechtsverhältnisse zu schaffen. Die Motive des Entwurfs bemerken dazu (S. 26): „Da die Registereintragung die Scheidung zwischen berechtigtem und unberechtigtem Handel zum Ausdruck bringen soll, so können die eingetragenen Personen auch ohne Beschränkung als zum Termingeschäft legitimiert angesehen werden, und es kann ihnen die Einrede, daß das Geschäft unter Ausschluß der Effektivlieferung nur auf Zahlung der Differenz gerichtet gewesen sei, unbedenklich versagt werden."

Es läßt sich nicht behaupten, daß diese Neuerung im direkten Gegensatz zu den Ergebnissen der BEC. stände, obgleich dieselbe die Einführung des Regisiters für Börsentermingeschäfte in Wertpapieren abgelehnt und diese Ablehnung eingehend motiviert hat. Auch in den Verhandlungen der Commission hatte man an die Möglichkeit der Ausdehnung des Terminregisters auf die Effektenbörse gedacht. Wenn man in der Commission davon abgesehen hat, so ist das auch deshalb geschehen, weil man die Zweckmäßigkeit des Instituts erst an der Warenbörse erproben wollte.*

Landesregierung kann die Führung des Regisiters für die Bezirke mehrerer Gerichte einem derselben übertragen.

* Der Bericht der BEC bemerkt dazu S. 157–158: „Die Commission beschloß mit großer Mehrheit zunächst für Warenterminggeschäfte die Einführung von besonderen, bei den Handelsgerichten zu führenden Registern mit der Wirkung, daß nur die in dieses Register eingetragenen die rechtliche Fähigkeit zu Börsenterminggeschäften in Waren haben sollen. Dagegen lehnte sie es ab, die gleiche Bestimmung für Börsentermingeschäfte in Effekten zu treffen, obwohl sie durchaus die Möglichkeit würdigte, daß infolge solcher verschiedenen Behandlung die Spekulation des Privatpublikums sich noch mehr als bisher auf die Effekten werfen würde. Sie ist der Ansicht, daß bei Waren die Verhältnisse wesentlich anders liegen, als bei Effekten. Ist auch die Beteiligung gewisser Schichten der Bevölkerung an diesen Geschäften um ihrer

5. In den Bestimmungen über die Durchführung des Börsenregisters übernahm der Bundesrat in den §§ 52—63 die Vorschläge der BEC.*

In der Natur der Sache liegt es, wenn der Bundesrat im § 51** die Scheidung des Börsenregisters in ein Effekten- und Warenregister vorsah. Es geschah dies, wie aus den Motiven hervorgeht (S. 29), „um die wirtschaftlich berechtigte von der unberechtigten Spekulation zu sondern, denn die Fälle, in denen derselbe Geschäftsmann für seinen Geschäftsbetrieb des Terminhandels in Waren und Effekten bedarf, werden die seltneren sein."

Als ergänzende Bestimmung ist im Entwurf hinzugetreten im § 52 Abs. 2,*** daß die Eintragung jemandes in ein Börsenregister durch Verziehen aus dem Bezirk der Eintragungsstelle an Gültigkeit nichts einbüßt. Indessen sollen im Interesse der Uebersichtlichkeit die Gerichte, falls sie von der Verlegung des Wohnsitzes erfahren, veranlassen, daß auch ohne besonderen Antrag des Eingetragenen die Uebertragung in das Registers des neuen Bezirks erfolgt.

---

selbst willen sowohl bei Waren wie bei Effekten zu beklagen, so sind doch die allgemeinen Interessen, welche einen Schutz gegen Beunruhigung und Fälschung der Preisbildung fordern, bei Waren umfassender als bei Effekten. Während ferner der Abschluß von berechtigten Warentermingeschäften sich auf diejenigen Kreise beschränkt, welche diese Waren herstellen oder verarbeiten, oder Handel in ihnen treiben, und alle diejenigen Personen, welche nicht unter diese Kategorien fallen, keine volkswirtschaftliche Veranlassung und Berechtigung zu Warenterminegeschäften haben, kann man bei Effekten die Grenze derjenigen Personen, die zu Börsenterminegeschäften eine berechtigte Veranlassung haben, nicht in gleicher Weise ziehen. Auch der Privatmann, der Offizier und der Beamte kann zum Zweck der Verwaltung und besseren Verwertung seines Vermögens, wenn auch nur vereinzelt, in die Lage kommen, berechtigte Termingeschäfte in Effekten abzuschließen, wogegen der Charakter eines Spezialgeschäfts in der Regel hervortritt, wenn solche Personen Termingeschäfte in Waren abschließen wollen.

Sodann steht bei Effekten dem börsenmäßigen Termingeschäft das gewöhnliche, von wesentlichen börsenmäßigen Geschäftsbedingungen abweichende Fixgeschäft erheblich näher, als bei Waren, sodaß bei Effekten das Erfordernis der Registereintragung leichter mit Erfolg umgangen werden kann. Dazu kommt noch insbesondere, daß bei Effekten es garnicht lediglich der Terminhandel ist, durch welchen sich das Privatpublikum schädigt, vielmehr die Spekulation im Kassahandel eine kaum minder gefährliche Wirkung ausübt, während eine Spekulation des Publikums durch Abschluß von Effektiv- (Loco-) Geschäften in Waren erfahrungsmäßig kaum vorkommt. Jedenfalls ist auf diesem Gebiet mit Vorsicht vorzugehen. Die empfohlenen Register für Warenterminegeschäfte sind eine ganz neue Einrichtung, und es läßt sich nicht mit Sicherheit übersehen, ob sie sich in der Praxis bewähren werden. Ist dies der Fall, so ist nicht ausgeschlossen, daß man später auch zur Uebertragung des Börsenregisters auf den Effektenverkehr wird übergehen können."

* cfr. Anm. S. 96—99.

** § 551 lautet: „Bei jedem zur Führung des Handelsregisters zuständigen Gerichte ist je ein Börsenregister für Waren und für Wertpapiere zu führen. Die Landesregierung kann die Führung des Registers für die Bezirke mehrerer Gerichte einem derselben übertragen.

*** § 52 Abs. 2 lautet: „Die Eintragung erfolgt in das Register des Bezirks, in welchem der Einzutragende seine gewerbliche Niederlassung oder in Ermangelung einer solchen seinen Wohnsitz hat. Im Fall einer Verlegung der Niederlassung oder des Wohnsitzes unter Löschung in dem Register des bisherigen Bezirks in das Register des neuen Bezirks gebührenfrei übertragen."

Aber bei Bemessung der Gebühr im § 54, Abs. 1 und 2* auf 150 Mk. für die erste Eintragung und auf 25 Mk. für jedes folgende Kalenderjahr ist der Entwurf weit hinter den betreffenden Vorschlägen der BEC. zurückgeblieben, die BEC. hatte, wie oben S. 98 erwähnt, vorgeschlagen: „Vor der Eintragung ist eine Eintragungsgebühr von 500 Mk. zu entrichten. Für jedes folgende Kalenderjahr, während dessen die Eintragung besteht, ist eine Gebühr von 100 Mk. zu zahlen." Der Bundesrat hat die zahlende Gebühr auf ein Viertel ermäßigt, „um jede Störung des legitimen Handels zu vermeiden." So billig an und für sich diese Rücksichtnahme ist, so hat der Bundesrat dabei nicht beachtet, daß die BEC. gerade eine höhere Summe für die Eintragung festgesetzt haben wollte, um ganz unbemittelten Personen die Teilnahme an Termingeschäften nicht möglich zu machen. Er ist durch seine Herabsetzung des Betrages den Absichten der BEC. entgegengetreten; ob dies aber vorteilhaft war, erscheint recht zweifelhaft.

Hinsichtlich der Bestimmungen über Eintragung, Veröffentlichung und Löschung schloß sich der Bundesrat in den §§ 55—62 den diesbezüglichen Vorschlägen der BEC. an.

6. Als Konsequenz der allgemeinen Einführung eines Terminregisters unterließ es der Bundesrat, eingehende Strafvorschriften über die Verleitung zum Börsenspiel in Effekten aufzustellen, wie es von der BEC. geschehen war.** Es ist gewiß als eine Verbesserung zu bezeichnen, daß die verwickelten und die Wirksamkeit der Strafvorschrift in Frage stellenden Merkmale, welche die BEC. vorgeschlagen hatte, fortgefallen sind.

Immerhin glaubte der Bundesrat, daß die Aufstellung der Registervorschriften nicht von der Pflicht entbinde, dem Börsenspiel ohne Rücksicht auf die Formen, in denen es sich vollzieht, entgegenwirken zu müssen. Der Entwurf versucht dies durch die Strafbestimmungen des § 73.*** Hierbei erschien es dem Bundesrat untunlich, gegen alle börsenmäßigen Geschäfte, die als wirtschaftlich ungesund anzusehen sind, mit Strafandrohungen vorzugehen. Denn Vorschriften, welche diesem Zweck dienen sollten, müßten so dehnbarer Natur sein, daß sie eine Handhabe für leichtfertige Strafanzeigen bieten, wegen der bei Beurteilung des Einzelfalls erwachsenden Zweifel aber nur selten zur Verhängung einer Strafe führen würden.

Der Gesetzentwurf des Bundesrats stimmt im wesentlichen mit den Ansichten der BEC. überein. Beide vermeiden ein radikales Verbot des

* § 54 Abs. 1 lautet: „Vor der Eintragung in ein Börsenregister ist eine Eintragungsgebühr von 150 Mk zu entrichten.

Für jedes folgende Kalenderjahr, während dessen die Eintragung bestehen soll, ist eine Erhaltungsgebühr von je 20 Mk. zu zahlen.

Die Gebühren fließen, insoweit die Landesregierungen nicht ein anderes bestimmen, den Landeskassen zu.

** cfr. Anm. S. 94/95.

*** § 73 lautet: „Wer gewohnheitsmäßig nur in gewinnsüchtiger Absicht andere unter Ausbeutung ihrer Unerfahrenheit oder ihres Leichtsinns zu Börsenspekulationsgeschäften verleitet, welche nicht zu ihrem Gewerbebetriebe gehören, wird mit Gefängnis und zugleich mit Geldstrafe bis zu 15 000 Mk. bestraft. Auch kann auf Verlust der bürgerlichen Ehrenrechte erkannt werden."

Terminhandels, beiden ist der Grundgedanke des Mißtrauens gegen die Börsenorgane gemeinsam und beide bemühen sich, die Entscheidung und Verantwortung den Selbstverwaltungsorganen zu entziehen und der Regierung zuzuweisen. Eine Verschärfung findet sich im Entwurf gegenüber den Vorschlägen der BEC. in der Bestimmung über die Lieferung unkontraktlicher Ware. Diese wurde vorgenommen, um den Landwirten entgegenzukommen, welche behaupteten, daß die Ueberfüllung des Marktes mit unkontraktlicher Ware einen Preisdruck auf das deutsche Getreide ausübe. Die Ausdehnung des Registerzwangs auf den Effektenterminhandel ist eine konsequente Verwertung der Ergebnisse der BEC.

III.

Der Reichstag ist in seiner IX. Commission und noch mehr im Plenum sehr wesentlich abgewichen von den Vorschlägen der BEC., er hat erhebliche Aenderungen an dem Gesetzentwurf vorgenommen und diese sind auch Gesetz geworden.

1. Betreffs der Regelung der Zulassungsbedingungen von Effekten und Waren zum Terminhandel beschloß die IX. Commission zunächst zum § 49 des Gesetzentwurfs, welcher nur bestimmt hatte: „Die Börsenorgane sind verpflichtet, vor der Zulassung von Waren zum Börsenterminhandel in jedem einzelnen Falle Vertreter der beteiligten Erwerbszweige gutachtlich zu hören und das Ergebnis dem Reichskanzler mitzuteilen; die Zulassung darf erst erfolgen, nachdem der Reichskanzler erklärt hat, „daß er zu weiteren Ermittelungen keine Veranlassung finde“ und welchen sie annahm, den Zusatz als Absatz 1. „Ueber die Zulassung von Waren und Wertpapieren zum Börsenterminhandel entscheiden die Börsenorgane nach näherer Bestimmung der Börsenordnung.“ Der Reichstagscommissionsbericht bemerkt dazu (S. 1486): „Zur Begründung dieses Antrags wurde ausgeführt, daß im Gesetz eine jede Bestimmung darüber fehle, welche Stelle über die Zulassung von Waren und Wertpapieren zum Börsenterminhandel zu entscheiden hätte, es könne der Irrtum entstehen, daß diese Entscheidung der durch § 36 eingesetzten Zulassungsstelle übertragen werden solle, was nach der Begründung des Gesetzentwurfes nicht der Fall sei. Dadurch, daß die Börsenordnung nähere Bestimmungen über diejenigen Organe treffen sollte, welchen die Entscheidung obliege, sei die Möglichkeit gegeben, die Zulassung zum Börsenhandel von einer Bestimmung der Landesregierung abhängig zu machen bezw. vorzuschreiben, daß diese Zulassung nur genehmigt werden dürfe, nachdem Vertreter der beteiligten Erwerbszweige zugestimmt hätten. Ebenso könne für die Zulassung von Wertpapieren zum Terminhandel durch die Börsenordnung vorgeschrieben werden, daß, wenn es sich um Erwerbsgesellschaften handele, vorher der Vorstand der betreffenden Gesellschaften oder die Vollversammlung der Aktionäre gutachtlich zu hören, bezw. deren Zustimmung einzuholen sei. Nach diesen Darlegungen wurde der Antrag angenommen.“

Im übrigen ist der Reichstag in Commission und Plenum soweit den Vorschlägen der BEC. gefolgt, als auch er im § 47 Abs. 1 dem

Bundesrat die Befugnis gewährte, den Börsenterminhandel von Bedingungen abhängig zu machen oder zu untersagen. Die Reichstagsmehrheit glaubte aber nicht, daß diese Bestimmung ausreichend sei, um allen Mißbräuchen auf dem Gebiete des Terminhandels wirksam entgegentreten zu können. Deshalb erließ sie zunächst im § 47 Absatz 2* (§ 50 Abs. 2 BG.) das unbedingte Verbot des Terminhandels in Anteilen von Bergwerks- und Fabrikunternehmungen. Als Grund dafür führte die Reichstagscommission (S. 1475) an, „daß durch den Terminhandel die Börse einen Einfluß auf diese Unternehmungen gewinne, der einer ruhigen, gedeihlichen Entwicklung derselben nicht förderlich sei."

Die gehoffte günstige Einwirkung auf die Entwicklung der betreffenden Unternehmungen hat aber das Verbot des Terminhandels nicht gehabt. Dagegen ist eine unregelmäßigere Gestaltung des Geschäfts in den fraglichen Papieren die Folge gewesen. Die Kursschwankungen wurden größer, kleineres Angebot und kleinere Nachfrage ließen die Papiere über die Maßen steigen resp. sinken; es fehlte die ausgleichende Wirkung des Terminhandels. Wenn der Reichstag außerdem auf eine Verminderung der Spekulationsgeschäfte gehofft hatte, so wurde er auch in dieser Hoffnung getäuscht. Das Publikum hat sich einfach auf die Kassageschäfte geworfen und auch darin die Befriedigung seiner Spekulationslust gefunden. Schon in der IX. Commission war auf die Notwendigkeit dieser Entwicklung hingewiesen worden. Auf Seite 147 des Berichts wird dargetan, daß „wenn auch das Termingeschäft in Wertpapieren untersagt würde, die Börse doch sehr leicht dazu übergehen könnte, sich andere Formen des Verkehrs, die nicht unter den Begriff des Terminhandels fielen, zu schaffen und auf diese Weise die Absicht des Gesetzes, das Privatpublikum von den Börsenspekulationen fern zu halten, vereiteln. Es sei allgemein bekannt, daß in Amerika ein Terminhandel in Wertpapieren nicht bestände und daß gleichwohl das Spiel mit den Wertpapieren an der Börse vielleicht in keinem Lande eine so große Ausdehnung gewonnen hat, wie eben dort."

Es ist wenig vorteilhaft gewesen, daß der Reichstag hier von den Vorschlägen der BEC. und des Bundesrats abgewichen ist. Die in demselben dem Bundesrat zugesprochene Befugnis, den Terminhandel in Wertpapieren von besonderen Bedingungen abhängig zu machen eventuell zu untersagen, wäre sicherlich als Schutz gegen einzelne Ausschreitungen ausreichend gewesen.

Dagegen nahm die Commission den Vorschlag der BEC. auf, daß der Börsenterminhandel in Anteilen von anderen Erwerbsgesellschaften nur gestattet werden kann, wenn das Kapital der betreffenden Erwerbs-

* § 47 Abs. 1—2 lautet: „Der Bundesrat ist befugt, den Börsenterminhandel von Bedingungen abhängig zu machen oder in bestimmten Waren und Wertpapieren zu untersagen

Der Börsenterminhandel in Anteilen von Bergwerks- und Fabrikunternehmungen ist untersagt.

gesellschaft mindestens 20 Millionen Mark beträgt.* Der Antrag der Commission wurde vom Reichstag angenommen. Die Gründe, welche die Reichstagscommission zu dieser Bestimmung veranlaßten, waren die gleichen, welche die BEC. dafür angeführt hatte, nämlich Beseitigung der Gefahr einer Schwänze und Schaffung einer geeigneten Grundlage für den Handel selbst.

2. Ungünstig sind auch die Folgen gewesen, welche die weitere und sehr wichtige Aenderung des Reichstags über die Zulassung von Waren zum Terminhandel nach sich gezogen haben.

War schon der Bundesrat in der Regierungsvorlage in nicht zu verkennender Weise den Agrariern entgegengekommen (s. oben S. 103), so geschah dies in noch stärkerem Maße vom Reichstag.

Die erste Lesung des Entwurfs im Reichstage verlief noch verhältnismäßig ruhig. Indessen forderte man auch schon „eine energische Börsenreform, die eine erhebliche Preissteigerung bringen wird."

In der IX. Commission wurde bereits ein unmittelbares Verbot des Terminhandels in Getreide verlangt. Der Antrag lautete (Comber, S. 1479): „Der börsenmäßige Terminhandel in Getreide und Mühlenfabrikaten ist untersagt. Der Bundesrat bestimmt den Zeitpunkt, wann das Verbot in Kraft treten soll und erläßt die Uebergangsbestimmungen. Der Bundesrat ist befugt, zeitweise das Verbot aufzuheben." Von den Freunden und Gegnern dieses Handels wurden im wesentlichen nochmals die Gründe dargelegt, welche für und gegen den Terminhandel in der BEC. eingehend wiedergegeben worden sind (s. oben S. 98/99). Aber, nachdem der Antrag in erster Lesung mit 11 gegen 9 Stimmen angenommen war, wurde er in zweiter Lesung mit 11 gegen 10 Stimmen abgelehnt.

Dazu wurde im Commissionsbericht (S. 1480) von den Vertretern der verbündeten Regierungen ausdrücklich hervorgehoben: „Gegen ein Verbot des Terminhandels in Getreide und Mühlenfabrikaten durch das Gesetz selbst müßten die verbündeten Regierungen entschieden Stellung nehmen, ein solches Verbot sei bisher auch kaum von einem Vertreter der Landwirtschaft und Müllerei gefordert worden. Lediglich durch den Terminhandel sei es möglich, die Bedürfnisse derjenigen Staaten, welche wie Deutschland weniger Getreide produzierten, als sie brauchten, zu befriedigen und habe der Terminhandel bisher seinen Zweck, den Vorrat und den Bedarf der einzelnen Staaten auszugleichen, in durchaus angemessener Weise erfüllt. Auch die Landwirtschaft hätte ein erhebliches Interesse an dem börsenmäßigen Terminhandel. Unmittelbar nach der Ernte würde von der deutschen Landwirtschaft Getreide zum Verkauf gestellt, dessen Wert sich auf 300—400 Millionen Mark belaufe. Würde den Käufern die Möglichkeit genommen, sich für diese Käufe auf Termin zu decken, so müsse die Befürchtung gehegt werden, daß sie überhaupt nicht geneigt sein würden, derartige große Quantitäten zu kaufen und

* Die betreffende Bestimmung im § 47 (§ 50 BG.) lautet: „Der Börsenterminhandel in anderen Erwerbsgesellschaften kann nur gestattet werden, wenn das Kapital der betreffenden Erwerbsgesellschaft mindestens zwanzig Millionen Mark beträgt.

das damit verbundene Risiko zu tragen. Jedenfalls würden sie dieses Risiko nur übernehmen, wenn ihnen dafür seitens der Produzenten eine entsprechende Entschädigung gewährt würde, die lediglich in einer Herabsetzung der Preise bestehen könnte. Der Auffassung, daß durch den Terminhandel die Getreidepreise künstlich gedrückt würden, müsse durchaus entgegengetreten werden."

Die Commission beschränkte sich darauf, die Bedingungen über die Feststellung der Lieferungsqualität des Getreides zu verschärfen gegenüber dem Vorschlage des Entwurfs. Es sollte die obligatorische Begutachtung des Getreides vor der Kündigung zur Durchführung gelangen und die Angabe wesentlicher Qualitätsunterschiede insbesondere nach Art und Herkunft der Ware in den Schlußscheinbedingungen geschehen.* Für die obligatorische Begutachtung des Getreides vor der Ankündigung, welche die Reichstagscommission im § 50a** aussprach, wurde angeführt: „daß durch sie der börsenmäßige Terminhandel auf eine ganz andere Grundlage als bisher gestellt werde. Es sei in Zukunft nahezu ausgeschlossen, den Preis durch Scheinkündigungen an sich selbst zu drücken, weil diese Kündigungen, abgesehen davon, daß sie ehrengerichtlich geahndet werden müßten, eben durch die Vorschrift des § 50a ausgeschlossen wären. Denn um dieser Vorschrift gerecht zu werden, müßten in Zukunft in den Kündigungsscheinen Angaben darüber enthalten sein, wo die betreffenden Quantitäten, die gekündigt werden sollten, lagerten und durch welche Sachverständige dieselben für lieferbar erklärt worden seien. Ebenso seien durch den § 50a die Manipulationen mit minderwertigem Getreide nahezu ausgeschlossen."

Die Aeltesten der Berliner Kaufmannschaft erklärten in einem Bericht an das Handelsministerium diese verschärfte Maßregel trotz der mangelhaften Speichereinrichtungen in Berlin für durchführbar. Sie wollten damit der Erregung gegen die Berliner Börse, deren Berechtigung sie jedoch entschieden zurückwiesen, Rechnung tragen.

Inzwischen war eine ungewöhnlich heftige Agitation, von agrarischer Seite ausgehend, gegen den Terminhandel in Getreide und Mühlenfabriken entstanden. Prof. Kühn aus Halle,*** auf dessen Ausführungen sich die Agrarier im Reichstag vornehmlich beriefen, hatte in einer Flugschrift darauf hingewiesen, daß nur der Terminhandel an den niedrigen Getreidepreisen schuld sei.

---

* Gegenüber der Bestimmung in dem Gesetzentwurf § 46 Abs. 2 (s. oben S. 102) lautet die von der IX. Commission vorgeschlagenen Bestimmung als Abs. 3 § 46: „Die allgemeinen Lieferungsbedingungen des im Börsenterminhandel zu liefernden Getreides, insbesondere die Lieferungsqualität für dasselbe, sind nach Anhörung von Vertretern der beteiligten Erwerbszweige vom Bundesrat festzustellen. Die Feststellung ist so zu treffen, daß das zu liefernde Getreide für die Zwecke des einheimischen Verbrauchs geeignet ist, und daß wesentliche Qualitätsunterschiede, insbesondere nach Art und Herkunft in den Schlußscheinen zum Ausdruck kommen.

** § 50a lautet: „Bei dem Terminhandel in Getreide und Mühlenfabrikaten hat die Feststellung der Lieferfähigkeit vor der Ankündigung der Ware zu erfolgen. Entgegenstehende Verabredungen sind nichtig.

*** ctr. Reichstagsverhandlungen, 9. Legislaturp. IV. Session 1895/96 S. 2038.

Daneben fehlte es allerdings auch nicht an Stimmen, die dagegen protestierten. Conrad* gelangte zu derselben Zeit auf Grund sorgfältiger statistischer Nachforschungen zu dem Resultat, daß die Feststellung des Getreidepreises sich rein international vollziehe und nicht von ein paar Spekulanten abhänge. Er betonte daraufhin ausdrücklich, daß Leute, die auf die Unterdrückung des Terminhandels in Getreide und Mühlenfabrikaten hinarbeiteten, einem Vorurteil, nicht dem Druck der Verhältnisse folgen. Cohn** sagte „Die Anschauung, der Terminhandel sei für die niedrigen Preise verantwortlich, liege unterhalb jeder wissenschaftlichen Diskussion.

Indessen waren diese Mahnungen ohne Erfolg. Bei der zweiten Lesung im Plenum des Reichstages wurde das Verbot des Terminhandels in Getreide und Mühlenfabrikate wieder aufgenommen und in dritter Lesung bestätigt. Für die Entscheidung des Reichstages waren nicht volkswirtschaftliche Erwägungen sondern politische Machtverhältnisse maßgebend gewesen. Den individuell interessierten Agrariern hatte sich das Zentrum aus moralischem Interesse angeschlossen. Abgeordneter Bachem äußerte sich im Reichstag folgendermaßen: „Allmählich hat sich unter uns die öffentliche Meinung dahin Bahn gebrochen, daß die Auswüchse des illegitimen Börsenterminhandels so groß geworden sind, daß man ihn abschaffen muß, selbst wenn man dadurch einen kleineren, einen erheblich kleineren Teil von legitimem Börsenterminhandel mit abschneidet."*** Den Ausschlag gaben die nationalliberale Partei und die Regierung. Die Vertreter der Regierung, die während der ganzen Verhandlung eine feste Ueberzeugung vermissen ließen, motivierten das Aufgeben des bisher vertretenen Standpunktes damit, daß diese Frage nur mit Rücksicht auf die Landwirtschaft gelöst werden müsse und diese fordere nun einmal das Verbot. Bei den Nationalliberalen gab die Rücksicht auf die Wähler aus dem bäuerlichen Lager den Ausschlag. Die Landwirte versprächen sich eben goldene Berge von dem Verbot, und da sei der Partei nichts anderes übrig geblieben, als zu zeigen, daß sie Opfer zu bringen wisse.

So entstand das gesetzliche Verbot des Terminhandels in Getreide und Mühlenfabrikaten, im Gegensatz zu den Ergebnissen der BEC., die gleich zu Anfang ihrer diesbezüglichen Verhandlungen bemerkt hatte, daß der „Terminhandel in Waren und Wertpapieren Vorteile genug biete, um die Berechtigung desselben anzuerkennen."

Die Folgen dieses unglücklichen Verbots haben sich denn auch unmittelbar nach dem Inkrafttreten des Gesetzes gezeigt. Es ist die Auflösung fast sämtlicher bedeutenden Getreidebörsen in Deutschland erfolgt. Wenn sich auch statt dessen freie Vereinigungen der Warenkaufleute bildeten, die auf amtlichen Titel Börse und auf amtliche Preisfeststellung verzichteten, wenn sich aus dem freien Vereine Berliner Ge-

* cfr. Verhandl. d. Reichstags, 9. Legislaturperiode, IV. Session 1895/96. S. 2038/39.

** cfr. Cohn: a. a. O. S. 127.

*** cfr. Verhandl. des Reichstags, 9. Legislaturperiode, IV. Session, Stenogr. Berichte Bd. 3. S. 2050.

treide- und Produktenhändler dem Namen nach eine neue Produktenbörse bildete, so hat doch Deutschland und vornehmlich Berlin seine tonangebende Bedeutung für den Getreidehandel nicht wiedererlangen können. Der erheblichste Teil des Geschäftsverkehrs ging an das Ausland verloren. Die gewaltigen Berliner Umsätze wurden zu Gunsten der österreichischen und amerikanischen Produktenbörsen vermindert.

Zu dem hat sich auch der vom Verbot des Terminhandels in Getreide- und Mühlenfabrikaten erhoffte Gewinn nicht eingestellt. Eine Erschwerung der Einfuhr ist nicht eingetreten, sie ist mit der wachsenden Bevölkerung unter Berücksichtigung der jeweiligen Ernten des Binnenlandes beständig gestiegen. Außerdem ist statt der erhofften Steigerung der Preise oft ein Sinken derselben unter den im Verhältnis zum Weltmarktpreis normalen Stand eingetreten. Dies bestätigten die österreichische Enquete*** von 1900 und Conrad.* Letzterer sagt: „Es ist erwiesen, daß die Beseitigung des Terminhandels für die Landwirtschaft die Erfolge gebracht hat, die erwartet wurden. Die Preisschwankungen haben sich nicht vermindert und die Getreidepreise waren gerade wegen des Fehlens des Arbitrageverkehrs und des Terminhandels gegenüber der Lage des Weltmarktes gedrückt, die Einfuhr von Cerealien hat seit dem Verbot des Terminhandels zugenommen."

3. Schließlich wurde von der IX. Commission eine Aenderung des § 47 der Regierungsvorlage vorgenommen. Die Reichstagscommission war der Meinung, daß unterschieden werden müsse zwischen einer vom Bundesrat bewirkten Untersagung des Terminhandels und einer endgültigen Verweigerung der Zulassung seitens der Börsenorgane einerseits und zwischen der Nichtnachsuchung der Zulassung andererseits. Die beiden ersten Fälle müßten in ihren Wirkungen gleich behandelt werden, wobei indessen zu berücksichtigen sei, ob von den Börsenorganen die Zulassung nicht lediglich aus dem Grunde verweigert sei, weil sich aus dem bisherigen Umfang des Terminhandels ein klares Bild über die Notwendigkeit desselben noch nicht habe gewinnen lassen: Würde lediglich aus diesem Grunde die Zulassung verweigert, so handle es sich nicht um eine endgültige sondern nur um eine zeitgemäße Verweigerung.***

Es wurde deshelb von der IX. Commission dem § 47 des Entwurfs (S. oben S. 92) folgende Fassung gegeben: „Wird der Terminhandel in bestimmten Waren und Wertpapieren vom Bundesrat untersagt oder die Zulassung desselben von den Börsenordnungen endgültig verweigert, so sind Börsentermingeschäfte in diesen Waren oder Wertpapieren von der Benutzung der Börseneinrichtungen ausgeschlossen und dürfen von den Kursmaklern nicht vermittelt werden. Auch dürfen für

---

* cfr. Conrad: Die Entwicklung des Preisniveaus in den letzten Dezennien und der deutsche Getreidebedarf in den letzten zehn Jahren. (Jahrbücher f. Nationalökonomie-Statistik Jahrgang 1896. S. 658 ff.)

** cfr. Reichstagscommissionsbericht S 1509.

*** cfr. Stenographisches Protokoll über die Enquete, betreffend die Reform des börsenmäßigen Terminhandels mit landwirtschaftlichen Produkten. Wien 1901, Bd. 1. S. 229 ff., 368 ff., 462 ff. und 560.

solche Geschäfte Terminpreise öffentlich oder in mechanisch hergestellten Preislisten (Kurszetteln) nicht notiert werden.

Ebenso ist ein von der Mitwirkung der Börsenorgane unabhängiger Terminhandel von der Börse ausgeschlossen, soweit er sich in den für Börsentermingeschäfte üblichen Formen vollzieht," die als § 51 auch ins BG. übernommen wurde.

4. Die Bestimmungen des Entwurfes über das Börsenregister (§ 51—65) wurden von der Reichstagscommission und dem Reichstage angenommen mit der nicht erheblichen Ausnahme, daß im § 65 der Abs. 3* gestrichen wurde. Zur Begründung wurde angeführt, daß durch § 65 Abs. 3 der ausländische Commissionär dem inländischen gegenüber günstiger behandelt werde, was durchaus den Ansichten des Gesetzes widerspreche.

Die Einführung des Börsenregisters für Termingeschäfte hat auch nicht den erwarteten Erfolg gehabt. Der Registerzwang und der damit verbundene Abschreckungszweck haben dahin geführt, daß gerade das solide Publikum die Benutzung des Registers abgelehnt hat. Wenn dieses aber sich nicht eintragen läßt, so hat die Eintragung für den Bankier nur geringen Wert. Im wesentlichen bleiben für die Eintragung nur solche unzulänglichen Privatpersonen übrig, welche die Scheu, als Spieler zu gelten, überwunden haben oder zur Eintragung genötigt sind, weil ihnen der Bankier die Geltendmachung des Registereinwandes zutraut. Die Personen, welche die BEE. vornehmlich von der Beteiligung von Termingeschäften ausschließen wollte, sind nunmehr in der Lage, ihre vom Gesetzgeber als illegitim gehaltenen Spekulationen zu legitimen zu erheben. Der tatsächliche Mißerfolg der Registeridee ist in wirtschaftlicher Beziehung, wie die Folgen dargetan haben, für Effektentermingeschäfte zum mindesten nicht zu leugnen. Mit verschwindenden Ausnahmen fehlt den in Deutschland abgeschlossenen Börsentermingeschäften jede rechtliche Grundlage. Die entstandene Schuld braucht nicht bezahlt, die bestellte Sicherheit muß zurückgegeben, das abgegebene Schulderkenntnis kann widerrufen werden.

Diese schon unerträgliche Lage wird noch verschärft durch die Judikatur des Reichsgerichts. Es kann indessen nicht unsere Aufgabe sein, im einzelnen die in dieser Beziehung ergangenen reichsgerichtlichen Entscheidungen darzustellen.**

Aus dem Vorstehenden ergiebt sich, daß der Reichstag bezüglich der Regelung des Terminhandels die in der BEE. vorgezeichneten Bahnen in wesentlichen Punkten verlassen hat. Das Verbot des Terminhandels in Bergwerks- und industriellen Unternehmungen einer-

---

* § 65 Abs. 3 der Regierungsvorlage hatte bestimmt: „Hat nur eine der Parteien im Inlande einen Wohnsitz oder eine gewerbliche Niederlassung, so ist auch die Eintragung dieser Parteien in das Börsenregister nicht erforderlich, sofern das Geschäft zu ihrem Gewerbebetriebe gehört."

** Es ist dies außerdem bereits in ausgedehntem Maße geschehen, vergl. Rießner: „Das handelsrechtliche Lieferungsgeschäft", Staub: „Der Begriff der Börsentermingeschäfte im § 66 der BG.", Apt: „Das Börsengesetz und seine Reform", Heinemann: „das Problem der deutschen Börsenreform".

seits und in Getreide- und Mühlenfabrikaten andererseits, steht, wie gezeigt, im direkten Gegensatz zu den Ergebnissen der BEE. und hat die ungünstigsten Folgen für die Volkswirtschaft gehabt. Was das von der BEE. vorgeschlagene und vom Bundesrat und Reichstag noch ausgedehnte Börsenregister für Börsentermingeschäfte betrifft, so ist das Experiment, das die BEE. damit anstellen wollte, als verunglückt anzusehen.

Es war lediglich unsere Aufgabe zu untersuchen, wie weit der Bundesratsentwurf und das BG. auf den Ergebnissen der BEE. beruhen. Das Resultat, zu dem wir gelangten, ist folgendes:

Bei der Produktenbörse, auf deren besondere Bedürfnisse auch in der BEE. sehr wenig, vielleicht sogar zu wenig Rücksicht genommen worden ist, haben Bundesrat und Reichstag gerade bei der Regelung des wichtigsten Punktes, bei der Zulassung von Produkten zum Terminhandel, den Boden der Ergebnisse der Enquête verlassen und dadurch zur Auflösung der Produktenbörsen geführt.

Hinsichtlich der Bestimmungen über die Effektenbörsen haben wir ebenfalls große Abweichungen von den Vorschlägen der BEE. konstatieren müssen. Neben einigen zweckmäßigen Aenderungen auf dem Gebiete des Maklerkommissions- und Emissionswesens finden sich hier solche der bedenklichsten Art.

Betreffs der Organisation der Börsen haben Bundesrat und Reichstag den berechtigten Vorschlägen der BEE. zu wenig Rechnung getragen und bei einer Neuregelung des Börsenwesens dürfte eine Aenderung dieser Materie notwendig und zwar im Sinne der Vorschläge der BEE. sein.

Aber neben dieser organisatorischen Reform ist auch eine Aenderung des materiellen Rechts geboten, namentlich bezüglich der Bestimmungen über den Terminhandel. Auch hier dürfte im wesentlichen eine größere Berücksichtigung der Vorschläge der BEE. aber mit dem Verzicht auf das Börsenregister für Waren zu empfehlen sein.